

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**A Evolução dos Mercados Financeiros Internacionais e os Ingressos de
Capital para o Brasil: 1995-2005**

NIRSAN GRILLO GOMES DAMBRÓS

FLORIANÓPOLIS – SC

2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**A Evolução dos Mercados Financeiros Internacionais e os Ingressos de
Capital para o Brasil: 1995-2005**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de
carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia

Por Nirsan Grillo Gomes Dambrós

Orientador: Fernando Seabra

Área de Pesquisa: Finanças Internacionais

Palavras-Chave: 1. Fluxo de Capital Externo

2. Sistema Financeiro Internacional

3. Integração Financeira

4. Investimento em Portfólio

Florianópolis, Agosto de 2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 8,5 à aluna Nirsan Grillo Gomes Dambrós na Disciplina CNM 5240 – Monografia (TCC), pela apresentação deste trabalho.

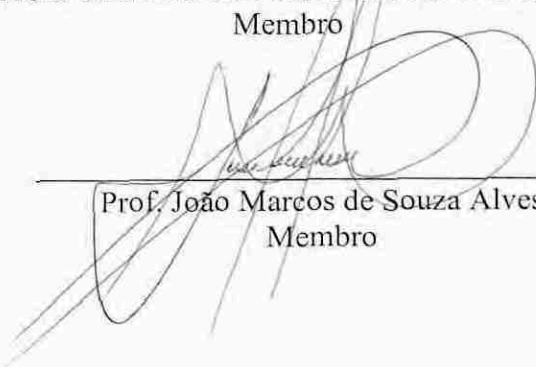
Banca Examinadora:



Prof. Dr. Fernando Seabra
Presidente



Profa. Dra. Patrícia Fonseca Ferreira Arienti
Membro



Prof. João Marcos de Souza Alves
Membro

**“Nenhuma sociedade pode ser florescente e feliz,
se a grande maioria de seus membros forem pobres e miseráveis”.**

Adam Smith

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Rosângela e Tarcísio, aos quais devo meu eterno agradecimento pelo zelo, preocupação, dedicação e empenho para que eu me tornasse uma pessoa de bem, íntegra e responsável. Muito obrigada pelo amor demonstrado e desprendimento para com a vida de vocês em consideração a mim.

Ao meu compreensivo e companheiro marido, que sempre me apoiou e acreditou no meu sucesso. Sua força é muito importante para mim. Obrigada por ser tão especial.

A minha amiga Michelle, que tanto me ajudou na vida acadêmica e pessoal. Obrigada pelos conselhos, pelos bons momentos de conversas e descontração, pela presteza e sinceridade.

A todos os professores do curso de economia, com os quais sempre pude contar quando precisei. Gostaria de citar todos os nomes, pois todos representaram muito para minha vida, mas são muitos e por isto, direciono esta mensagem a todos. Tenho vocês dentro de meu coração e tenho certeza de que todos saberão que meus sentimentos de carinho e admiração são sinceros. Muito obrigada e parabéns por semearem conhecimento, responsabilidade, sonhos e projetos de vida.

Em especial, agradeço ao Professor Roberto Meurer, que tanto influenciou em minha vida acadêmica. Com ele aprendi a acreditar que sou capaz de muitas coisas através do esforço próprio, a ser persistente e perseverante. Aprendi a não desistir de meus objetivos e principalmente, a amar economia. Obrigada por tudo.

Ao Professor Fernando Seabra, meu orientador, muito obrigada pela paciência, ensinamentos e presteza.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	8
LISTA DE TABELAS.....	9
LISTA DE SIGLAS.....	10
RESUMO	11
CAPÍTULO 1.....	12
1.1 INTRODUÇÃO.....	12
1.2 PROBLEMÁTICA.....	13
1.3 OBJETIVOS	14
1.3.1 <i>Objetivo Geral</i>	14
1.3.2 <i>Objetivos Específicos</i>	14
1.4 METODOLOGIA.....	15
CAPÍTULO 2.....	16
SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL: HISTÓRICO E MUDANÇAS ESTRUTURAIS.....	16
2.1 O PAPEL DO ESTADO DIANTE DO PROCESSO DE DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	19
2.2 A ABERTURA DOS MERCADOS FINANCEIROS.....	21
2.3 O ACORDO DE BRETTON WOODS.....	24
2.4 OS ACORDOS DE BASILÉIA.....	28
2.4.1 <i>Regulação do Sistema Bancário no Brasil e os Reflexos do Acordo da Basiléia</i>	32
CAPÍTULO 3.....	38
PARIDADE DE JUROS E FLUXOS DE CAPITAIS EXTERNOS	38
3.1 PARIDADE INTERNACIONAL DA TAXA DE JUROS	38
3.1.1 <i>Paridade Coberta da Taxa de Juros</i>	41
3.1.2 <i>Paridade Descoberta da Taxa de Juros</i>	43
3.1.3 <i>Paridade Real da Taxa de Juros</i>	46
3.2 OS FLUXOS DE CAPITAL EXTERNO NO BRASIL.....	47
3.2.1 <i>Investimento no Mercado de Capitais e o Investimento em Portfólio</i>	53
3.3 VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS E SEUS EFEITOS SOBRE A ENTRADA DE CAPITAL EXTERNO	59
3.3.1 <i>O Papel dos Regimes Cambiais</i>	59

3.3.2 <i>O Efeito das Taxas de Juros</i>	63
3.4 O RISCO-PAÍS E A AVALIAÇÃO DO RISCO NA DECISÃO DE INVESTIMENTO EM PORTFÓLIO.....	69
CAPÍTULO 4	75
4.1 CONCLUSÃO.....	75
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	78

LISTA DE FIGURAS

Figura 01: Evolução da Taxa de Câmbio Nominal e Taxa de Juros SELIC - Brasil	39
Figura 02: Evolução da Taxa de Juros SELIC - Brasil.....	49
Figura 03: Evolução das Taxas de Juros SELIC (Brasil) e PRIME (EUA) – Dados Anuais	51
Figura 04: Evolução do Investimento Estrangeiro na Bovespa.....	55
Figura 05: Investimento em Portfólio e Investimento Direto Externo no Brasil	59
Figura 06: Evolução das Taxas de Inflação do Brasil e dos Estados Unidos.....	61
Figura 07: Evolução das Taxas de Inflação e de Juros do Brasil	64
Figura 08: Evolução da Taxa de Juros e Investimento em Portfólio no Brasil	65
Figura 09: Evolução da Taxas de Juros do Brasil e dos EUA – Janeiro de 1995 a Dezembro de 2005	66
Figura 10: Evolução do Investimento em Portfólio Brasileiro e Risco-País (C-Bond)	70
Figura 11: Evolução da Taxa de Câmbio Brasileira e Risco-País (C-Bond)	71
Figura 12: Evolução do Investimento em Portfólio Brasileiro e Premio de Risco	73

LISTA DE TABELAS

Tabela 01: Evolução dos Fluxos Líquidos de Capital Externo para o Brasil – US\$ Milhões	
.....	52
Tabela 02: Evolução dos Investimentos no Mercado de Capitais Brasileiro – US\$ Milhões	
.....	57

LISTA DE SIGLAS

ADR – American Depositary Receipt

BIS – Bank for International Settlements

BP – Balanço de Pagamentos

EUA – Estados Unidos da América

FMI – Fundo Monetário Internacional

GATT – Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio

PCJ – Paridade Coberta de Juros

PDJ – Paridade Descoberta de Juros

PRJ – Paridade Real de Juros

RESUMO

O trabalho pretende explicar amplamente a evolução do Sistema Financeiro Internacional (SFI), avaliando os fluxos de capital externo no Brasil, mais especificamente, investimento em portfólio (IPE), bem como seus determinantes. Será feito um breve histórico das transformações ocorridas no SFI, a partir dos anos 70, com o colapso de Bretton Woods. Aborda-se a internacionalização dos bancos que levantou questões sobre a necessidade de regulação dos mesmos, com vistas ao fortalecimento do SFI e estabilidade das instituições financeiras. Faz-se um breve histórico dos Acordos de Basileia e seus reflexos no Brasil. Avalia-se a relação entre influxos de capital e variáveis macroeconômicas que os condicionam. Destacam-se os principais pressupostos para a validade da Paridade Internacional de Juros, bem como suas diferentes versões. É feita uma breve análise do risco-país e prêmio de risco, que são determinantes nas decisões de IPE. Constata-se que a interdependência entre os mercados levou os países a adotar políticas de desregulamentação e integração, mediante supervisão financeira e administração de riscos. A liberalização do mercado financeiro brasileiro ganhou força a partir dos anos 90, principalmente, com a política de estabilização do Plano Real. O exame da relação entre o IPE e medidas de prêmio de risco indicam que um aumento deste prêmio está associado com o aumento do ingresso de IPE. A redução do prêmio de risco está associado a redução de IPE. As elevadas taxas de juros brasileiras, medidas liberalizantes e o processo recessivo em economias desenvolvidas fizeram com que o investidor estrangeiro se voltasse para países emergentes, beneficiando assim, o Brasil.

Palavras-chave: Fluxo de Capital Externo, Sistema Financeiro Internacional, Integração Financeira e Investimento em Portfólio.

CAPÍTULO 1

1.1 Introdução

A expansão dos mercados financeiros é o resultado da liberalização dos fluxos internacionais de capital, da desregulamentação dos mercados, da revolução na tecnologia da informação e das inovações financeiras (Roberts, 2000).

Essa nova estruturação do comércio mundial com a subsequente dinamização dos processos financeiros se torna decisiva para as transações comerciais mundiais e consolida a necessidade de instrumentos financeiros de alcance global.

Observa-se que a nova ordem financeira internacional ao final da década de 90, predominante na América Latina é o posicionamento que defende a implementação de políticas que aprofundem a desregulamentação dos sistemas financeiros domésticos – redução dos mecanismos de direcionamento compulsório de créditos e das restrições para determinadas operações – e a amplitude da integração com o mercado financeiro internacional, mediante um aperfeiçoamento das regras de supervisão financeira, dos instrumentos de administração de risco das próprias instituições e das exigências de capitais mínimos. Esse posicionamento pode ser confirmado através dos preceitos estabelecidos pelos Acordos de Basileia (Cintra, 2000).

A atração de capital através de investimento direto externo (IDE), na forma de empresas multinacionais, fez com que as autoridades monetárias se preocupassem com a regulação dos mecanismos de intermediação financeira, à medida que o investimento em instalações produtivas se tornaria mais viável no caso de países com sistemas financeiros integrados ao mercado internacional. Essas instituições, reformadas e financeiramente integradas ao mercado internacional, teriam o intuito de evitar riscos envolvendo perdas monetárias no âmbito nacional. A quebra de importantes bancos internacionais fez com que surgissem alguns acordos multilaterais visando esse maior e melhor controle do setor bancário a nível mundial.

A tendência em aprofundar a associação dos capitais domésticos com os mercados financeiros internacionais é cada vez mais evidente em todas as economias. O recente

incentivo à maior integração financeira¹ e o vasto processo de desregulamentação a partir dos anos 90, que, por intermédio das autoridades monetárias, adotaram políticas e medidas de incentivo aos influxos externos de capital, como por exemplo, a intervenção em variáveis macroeconômicas domésticas, fez com que países mais desenvolvidos procurassem maior eficiência e lucros em países emergentes.

Entretanto, deve-se notar que fluxos significativos de capitais internacionais, em especial de portfólio, podem estar relacionados a grandes crises cambiais, já que o capital estrangeiro de curto prazo é atraído por altas taxas de juros e moedas desvalorizadas.

No Brasil, a liberalização comercial em virtude ao início do Mercosul e a abertura financeira – ambas a partir do início dos anos 90 – além da estabilidade monetária após o Plano Real, propiciaram o aumento de investidores estrangeiros interessados em investir no país, havendo, portanto, um aumento expressivo do fluxo de capital externo no mercado doméstico.

1.2 Problemática

Devido a grande importância que é dada ao capital internacional para a economia brasileira, torna-se relevante destacar as principais formas de entrada do capital externo no país, destacando as mudanças mais relevantes ocorridas em variáveis macroeconômicas que interferiram diretamente nesse processo.

Nesse sentido, para compreender os determinantes de atração do capital externo, enfatizando o investimento estrangeiro em portfólio, torna-se fundamental fazer uma análise mais abrangente sobre os diversos fatores que influenciam os movimentos de capitais internacionais.

A recente evolução do Sistema Financeiro Internacional; os acordos multilaterais de regulação do mesmo; a forte tendência à liberalização do mercado brasileiro a partir dos anos 90 e as principais mudanças ocorridas em algumas variáveis macroeconômicas brasileiras e norte-americanas – taxa de juros, taxa de câmbio e taxa de inflação – além da

¹ A integração financeira é entendida como um processo em que existe a possibilidade de livre movimentação dos capitais entre mercados de diferentes países, não existindo custos de transação significativos, ou quaisquer tipos de barreiras que não torne possível a livre movimentação destes capitais.

avaliação de risco dos investidores estrangeiros, são pontos-chave para a compreensão desse tema. Além disso, o entendimento de tal complexidade contribui para a melhor compreensão das decisões de políticas monetárias na busca de alternativas para aumentar o volume de capital externo no mercado doméstico.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Avaliar a relação entre a dinâmica dos ingressos de capitais externos que prevalece no Brasil a partir dos anos 90, com ênfase ao investimento em portfólio, representada pelas inter-relações estabelecidas entre este e as principais variáveis macroeconômicas que condicionam tal fluxo.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Traçar um paralelo da evolução do sistema financeiro internacional, principalmente em relação aos Acordos da Basiléia I e II, e de seus impactos sobre o ingresso de capital no Brasil;
- Avaliar algumas das principais variáveis macroeconômicas determinantes da atração de capital, como taxa de juros, taxa de câmbio, taxa de inflação e risco-país, e relacioná-las com o ingresso de Investimento em Portfólio.

1.4 Metodologia

Com intuito de atender aos objetivos desse trabalho, será feita uma pesquisa bibliográfica em livros, artigos do Banco Central do Brasil, da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e outros autores, além de revistas econômicas, que abordem assuntos relacionados ao tema proposto. Após serão feitas análises históricas e coleta de dados para o período de 1995 a 2005. Finalmente serão feitas análises gráficas para o melhor entendimento da descrição dos fatos históricos abordados no trabalho.

Segundo Bêrni (1998), o processo de pesquisa: localizar o material, adquiri-lo, proceder à leitura, fazer resumos e anotações, classificar esses resumos e, finalmente, redigir o trabalho. Com esse segmento o trabalho abordará um ensaio de pesquisa de uma investigação histórica descritiva e acadêmica. Entende-se que a matéria básica da monografia é um conjunto de fatos, experimentação ou evidência. Portanto a monografia não é somente um ensaio ou composição constituída da organização de opinião pessoal, mas algo que envolve o levantamento e discussão de fatos que possam ser verificados pelo leitor (Bêrni, 1998).

CAPÍTULO 2

SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL: HISTÓRICO E MUDANÇAS ESTRUTURAIS

A grande depressão de 1929 levou vários países a resolver seus problemas de equilíbrio interno e externo através do corte de relações comerciais com o resto do mundo, o que eliminaria, por decreto do governo, o risco de um desequilíbrio externo maior. Mas esta decisão impunha custos significativos ao comércio mundial além de atrasar a recuperação das economias que ainda sofriam com a depressão, portanto, não haveria condições de manter este tipo de pensamento rígido. A partir disso, a idéia central passou a ser de que todos os países estariam bem melhores se o mercado mundial funcionasse mais livremente. O verdadeiro sentido da expressão *laissez-faire* prevaleceu, o que acabou por inspirar o acordo de Bretton Woods em 1944 (Krugman e Obstfeld, 2001).

O acordo, portanto, passou a ser um marco na evolução do sistema financeiro internacional para aquele momento, representando assim, uma forma de amadurecimento dos mercados financeiros e propiciador de um processo de aprendizado. Entretanto, o sistema de Bretton Woods passou a dar sinais de esgotamento ao final dos anos 1960, principalmente relacionados às altas taxas inflacionárias em vários países (Carvalho *et alli*, 2000).

A partir da década de 70, os mercados financeiros sofreram uma série de transformações, que se formaram principalmente no início de 1971, com o colapso do sistema monetário internacional criado na conferência de Bretton Woods. A instabilidade aumentou com o primeiro choque do petróleo, fazendo com que vários países adotassem políticas monetárias expansivas, o que somente fez acelerar ainda mais a inflação. Outros choques ocorreram intensificando o processo inflacionário até o final da década. A resposta de vários países foi a adoção de políticas monetárias restritivas, através de aumentos expressivos das taxas de juros (Carvalho *et alli*, 2000).

Nesse ambiente de incertezas, aplicadores e tomadores de recursos nos mercados financeiros se deparavam com inúmeros riscos relacionados à instabilidade cambial, de juros e nível de preços, principalmente nos países mais desenvolvidos. A administração desses riscos proporcionou aos mercados financeiros uma onda de inovações, especialmente em termos tecnológicos e também político-ideológicos (Carvalho *et alli*, 2000).

Na concepção de Joseph Schumpeter (1982), esta onda de inovações tecnológicas, principalmente no sistema financeiro é fundamental para o crescimento da economia. O autor analisa os ciclos da economia ocasionados pelas ações de empresários inovadores, que movidos pelo “espírito empreendedor”, foram impulsionados a criar inovações. Dessa forma, grandes crises criariam as condições necessárias para o surgimento de inovações, inovações estas que proporcionariam meios de sanar ou ao menos, amenizar os problemas advindos das crises. As inovações tecnológicas seriam forças motrizes do crescimento econômico e, o que propiciaria estas inovações e conseqüente crescimento é a habilidade do setor financeiro em estender o crédito ao empresário empreendedor.

Hartung (2002) aborda a relação entre as crises financeiras e as transformações no sistema financeiro mundial, defendendo que os choques ocorridos no mundo nessas últimas décadas, deram as condições necessárias para as transformações mais expressivas no sistema financeiro mundial e estes fatores exógenos têm influenciado expressivamente as relações comerciais entre os países.

De acordo com Lopes (2003), a história evidencia nas últimas décadas diversas mudanças estruturais que impactaram numa conseqüente alteração na utilização de instrumentos financeiros. O fim do padrão ouro foi uma delas, que possibilitou aos países, mais autonomia em suas políticas cambiais, fazendo com que cada um deles alinhasse suas decisões a cerca deste assunto de acordo com seus próprios interesses de importação e exportação, e principalmente, taxas de juros². Houve a partir disso, a necessidade de se estabelecer contratos contra incertezas relacionadas à cotação das moedas de cada país, gerando assim, um grande incentivo para as operações com derivativos cambiais³. Outra

² O fim do padrão ouro é um tema bastante debatido nos manuais de economia. Este trabalho não pretende explicar questões mais profundas a cerca do tema.

³ Derivativos: são operações financeiras cujo valor de negociação deriva de outros ativos, denominados ativos-objetos, com a finalidade de assumir, limitar ou transferir riscos (Sandroni, 2005). Derivativos cambiais são derivativos financeiros atrelados à taxa de câmbio de uma determinada moeda.

mudança estrutural relevante foi proporcionada pelo choque no preço do petróleo no início da década de 70, pois este gerava uma grande volatilidade nas moedas dos países participantes do mercado internacional. Dessa forma, surgiu a necessidade de uma proteção às variações dos preços do petróleo e derivados, gerando então a negociação de instrumentos financeiros baseados nos preços internacionais do petróleo.

Choques adversos ocorridos nos anos 90, como a crise asiática, a crise mexicana, a crise russa e a crise do Brasil, causaram perdas monetárias expressivas para esses países, gerando fortes recessões. Estas crises estão relacionadas aos movimentos dos fluxos de capitais externos, pois estes são atraídos por altas taxas de juros e moedas supervalorizadas, o que num primeiro momento vem a ser benéfico aos países receptores desses recursos, pois os mesmos podem ser utilizados para reduzir déficits públicos. Entretanto, se em algum momento há fuga de capitais ou eles simplesmente param de fluir, faz-se necessário adotar medidas macroeconômicas drásticas. Nem sempre essas medidas são tomadas a tempo, ocasionando assim as crises. Há, portanto, grandes déficits públicos devido à saída expressiva de montantes de capital externo (Lopes, 2003).

Diante desse cenário, os países passaram a atuar de maneira positiva a liberalização e desregulamentação dos mercados. Dessa forma, os controles passaram a ser indesejados devido ao seu poder de impacto no setor financeiro e com isso, com maior força os países desenvolvidos passaram a agir em favor da redução drástica de regras de regulação do sistema financeiro mundial (Carvalho *et alli*, 2000).

Segundo Roberts (2000), os anos 1980 e 90 presenciaram o surgimento de um grande mercado financeiro global, que pode ser subdividido em: mercado cambial; empréstimos bancários internacionais; títulos de longo prazo; papéis de médio prazo – (euro) notas; negociação internacional de ações e derivativos. Os fluxos financeiros internacionais atingem atualmente escala e escopo sem precedentes e crescem incessantemente.

De acordo com Schumpeter (1982), o mercado monetário como um todo é importante para o desenvolvimento econômico. Entretanto, quando se desenvolve a economia e o mercado monetário, surge o mercado de fontes de capital, que nada mais é do que o mercado de ações, títulos de dívida e bens de capital.

Roberts (2000) ressalta que o desenvolvimento do mercado financeiro global se deu através da expansão das transações bancárias internacionais e outros fatores como:

- i. Liberalização dos fluxos internacionais de capital – remoção dos controles sobre movimentos financeiros trans-fronteiriços;
- ii. Desregulamentação dos mercados financeiros – dismantelamento de restrições internas às atividades financeiras
- iii. Revolução tecnológica das comunicações – a facilidade de comunicação proporcionada pela crescente inovação tecnológica aumentou significativamente a velocidade dos fluxos internacionais de finanças e comunicações, aumentando assim o escopo de investimentos e negócios internacionais.
- iv. Inovações financeiras - permitiu o surgimento de novas oportunidades e novos negócios, sendo a principal inovação ao final do século XX, a proliferação de derivativos financeiros – que têm como valor subjacente um título financeiro.

A facilidade com que os capitais se deslocam entre os países permite a constituição de um cenário econômico dominado pelo capital financeiro.

2.1 O Papel do Estado Diante do Processo de Desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional

Diante do atual contexto de expressivo desenvolvimento do sistema financeiro, associado muitas vezes à grande instabilidade financeira, passou-se a questionar o posicionamento do Estado no tocante às regras e princípios dos mercados financeiros.

Independente dos governos disporem de um arsenal de instrumentos de gestão econômica, através das medidas de política fiscal e política monetária, a efetividade desses instrumentos, está sendo enfraquecida gradativamente, visto o grau de liberalização e desregulamentação, bem como o avanço dos mercados financeiros globais.

“Vivemos numa economia global que se caracteriza não apenas pelo livre comércio de bens e serviços, mas, principalmente, pelo livre movimento de capitais. As taxas de juros, as taxas de câmbio e os preços das ações em vários países estão intimamente inter-relacionados e os mercados financeiros globais exercem uma tremenda influência sobre as condições econômicas. Em face do papel decisivo que o capital financeiro internacional desempenha no destino dos países individuais, não me parece inadequado falar de um sistema capitalista global” (SOROS, 1998, p.149).

Segundo Roberts (2000), a soberania econômica nacional foi erodida pelos mercados financeiros globais, sendo que os governos têm sua margem de escolha de políticas e prioridades econômicas restringida pela necessidade de agradar aos mercados financeiros. Se os mercados perdem a confiança em um país, as consequências são graves – crises cambiais, elevação de taxas de juros, fuga de capitais, desmoronamento do mercado de ações e desemprego.

Os efeitos negativos que os mercados financeiros podem causar foram demonstrados, repetidas vezes em anos recentes: a crise do México em 1994-95, as crises do Leste Asiático, da Rússia e da América Latina, entre 1997 e 1999 (Roberts, 2000).

De qualquer forma, pelo simples fato de haver políticas econômicas, assume-se que há intervenção do Estado na economia. A maneira como se dá esta intervenção gera infindáveis debates, mas apesar das controvérsias há consenso de que a atuação do Estado é fundamental para o bom funcionamento da economia. Mesmo os mais radicais defensores do livre mercado concordam que não há maneiras da economia funcionar bem, sem que haja ações governamentais, além daquelas que são básicas como a administração da justiça, segurança e educação (Meurer e Samohyl, 2001).

2.2 A Abertura dos Mercados Financeiros

Com o crescente processo de integração e liberalização, além da notável evolução dos mercados financeiros, há uma remoção dos controles sobre movimentos financeiros trans-fronteiriços. A busca por taxas de retorno mais vantajosas se torna relevante nesse processo e há um aumento no fluxo de capitais externos entre os diferentes países espalhados no globo.

Segundo Furtado (2005), a abertura dos mercados financeiros nos países centrais iniciou ao final da década de 50, com o objetivo de eliminar as restrições sobre os fluxos de capitais externos. Até então, os países centrais e periféricos mantinham um grande controle sobre esses fluxos, sendo este um dos pilares básicos do sistema de Bretton Woods.

A abertura financeira, caracterizada por baixo controle sobre a entrada de capital externo e entrada de instituições financeiras estrangeiras através da aquisição de controle acionário sobre instituições nacionais ou instalação de subsidiárias iniciou-se nos anos 1980 (Freitas & Prates, 2001, *apud*, Furtado, 2005).

Basicamente, a abertura financeira é caracterizada como:

“Pode-se entender essa abertura como o aumento da facilidade com que os residentes de um país podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e os não-residentes podem operar nos mercados financeiros domésticos” (Painceira e Carcanholo, 2002, p.2).

Segundo Blanchard (2001), a atual abertura dos mercados financeiros permite que os investidores detenham tanto ativos internos quanto estrangeiros, diversificando, assim, suas carteiras, e que possam especular com as variações das taxas de câmbio e de juros domésticas e estrangeiras e assim por diante. E eles, realmente, tanto diversificam quanto especulam. Como a compra e a venda implicam, como parte da operação, a compra e a

venda de moeda estrangeira, a amplitude das transações nos mercados de câmbio dá uma idéia da importância das transações financeiras internacionais. De acordo com o autor, em 1997, o volume diário das transações de câmbio no mundo era de US\$2,5 trilhões, dos quais cerca de 80% - aproximadamente US\$2 trilhões - envolvia dólares em uma das pontas das transações.

Assim, a partir da natureza, da lógica e da predominância da defesa dos processos de aprofundamento da integração financeira e da participação da moeda americana nas transações domésticas dos países latino-americanos, existe a hipótese de que a nova ordem financeira internacional será, cada vez mais, comandada pelos mercados livres e desregulamentados e, portanto, haverá uma tendência à dolarização dessas economias, exceto, no Brasil. Dada a desproporção entre o estoque de ativos monetários em reais que deveriam ser convertidos em dólares e o volume de reservas do Banco Central, bem como a relativa incapacidade do comércio exterior de gerar saldos em moeda forte, a conversão somente poderia ocorrer mediante uma mega-desvalorização cambial que, na prática, significaria um calote sobre a dívida pública (Cintra, 2000).

De acordo com Cintra (2000), com moedas fracas, esses países latino-americanos estão se defrontando com o risco permanente de crises cambiais e financeiras. Assim, para manter suas contas de capitais dos balanços de pagamentos abertas, esses países vão ficando diante do seguinte dilema. Se optarem por defender suas moedas nacionais, mantendo algum grau de autonomia, ficam sujeitos a ataques especulativos periódicos. Então, vão aprofundando a dolarização nas transações domésticas e renunciando à soberania monetária. Se decidirem pela moeda do país dominante, com a expectativa de uma convergência entre as taxas de juro doméstica e internacional e, de uma estabilidade nos fluxos de capitais pela eliminação do risco cambial, entregam as funções de administração do crédito, de provedor de liquidez e de prestador de última instância ao *Federal Reserve*, e, assim, renunciam à soberania monetária. A submissão absoluta poderia ser concretizada nos regimes de *currency board*⁴ ou na adoção pura e simples do dólar. Adotando tais soluções, procurariam aprofundar a internacionalização do sistema

⁴ Currency Board: A principal característica é a de garantia de trocar moeda nacional numa taxa determinada e fixa por reservas de moeda estrangeira. O Currency Board pode atuar também como um órgão emissor de moeda nacional contra lastro de moeda estrangeira mantida em reserva. Nessa medida, sua aceitação decorre do fato de a moeda ser conversível a qualquer momento e em qualquer quantidade por moeda forte.

financeiro, uma vez que os bancos estrangeiros possuiriam vantagens comparativas nas transações efetuadas em dólar nos mercados internacionais.

Mesmo assim, economistas importantes como Blanchard (2001) ressaltam a relevância da abertura dos mercados financeiros:

“Para um país como um todo, a abertura dos mercados financeiros tem outra implicação importante. Ela permite que os países tenham superávits e déficits comerciais. Lembre-se de que o país que tem déficit comercial compra mais do que vende do resto do mundo. Tem, assim, de tomar emprestado para cobrir a diferença. Ele faz isso ao incentivar os investidores estrangeiros a aumentarem suas aquisições de ativos internos, o que, na verdade, corresponde a emprestar ao país.” (BLANCHARD, 2001, p.385)

De acordo com Paineira e Carcanholo (2002), justifica-se a abertura financeira pelas hipotéticas benesses trazidas pela livre mobilidade de capitais, afirmando que ela aperfeiçoaria a intermediação financeira global entre poupadores e investidores, permitindo a canalização da poupança externa para países com insuficiências de capital. Isto ajudaria também no financiamento compensatório de problemas de balanço de pagamentos e, portanto, no ajuste da demanda doméstica de quem os sofresse. Uma outra justificativa apresentada é o aumento da eficiência dos sistemas financeiros domésticos, dado pela concorrência entre agentes residentes e não-residentes, e, possivelmente, do mercado financeiro internacional. A abertura financeira também aumentaria a possibilidade de minimização dos riscos por parte dos investidores, domésticos e externos, em virtude da diversificação de posse de ativos que ela permite. Segundo a vertente hegemônica, justifica-se ainda a abertura ao livre movimento de capitais porque ela leva à perda de autonomia de política econômica, o que, para os países que a implementarem, seria salutar, já que isto reduziria o risco de políticas inadequadas ao novo contexto de globalização financeira. Por outro lado, isto possibilitaria uma maior uniformização (homogeneização) das políticas econômicas.

Entretanto, Paineira e Carcanholo (2002) colocam que em uma economia totalmente desregulamentada e liberalizada não traria os resultados decantados, pois

existem imperfeições de mercado, o que demandaria a presença do Estado para regular essas imperfeições.

Quanto aos mercados financeiros, a fragilidade financeira, característica das economias que enfrentam crises financeiras e/ou cambiais, teria origem no caráter incompleto das informações relevantes que os agentes utilizam para tomar suas decisões nos mercados financeiros, e não em algo intrínseco à própria natureza destes mercados. Dessa forma, embora a abertura financeira do mercado doméstico seja importante, as imperfeições relativas às informações assimétricas inerente aos mercados financeiros exigiriam a intervenção estatal, composta por uma supervisão das instituições financeiras, uma regulação preventiva e por um comportamento mais cuidadoso e seletivo do prestador de última instância (Painceira e Carcanholo, 2002).

Painceira e Carcanholo (2002), ressaltam que em um primeiro momento, a liberalização financeira permitiu maior acesso ao capital externo, possibilitando a renegociação das dívidas externas no início da década de 90 e a implementação de políticas de estabilização com âncora cambial. Entretanto, o caráter desse processo implicou uma deterioração nas contas externas de alguns países da América Latina, incluindo o Brasil, pois tanto o estoque de dívida externa quanto o fluxo de pagamento de seu serviço e a necessidade de financiamento externo aumentaram sensivelmente no período analisado. Para os autores, a abertura financeira não tem resolvido o problema de financiamento externo das principais economias da América Latina.

2.3 O Acordo de Bretton Woods

O sistema de Bretton Woods tem esse nome devido ao local onde foi feita a conferência entre 45 países, em julho de 1944, Hotel de New Hampshire, EUA. Lá fora desenhado um arranjo financeiro internacional para o pós-guerra. O objetivo central era construir um novo padrão financeiro internacional que pudesse evitar a ocorrência de uma depressão como a dos anos 1930 e promover o crescimento econômico e a prosperidade no pós-guerra (Roberts, 2000).

Para Dias (1996) *apud* Bauman (1996), o acordo visava estabelecer um equilíbrio monetário e financeiro entre os 45 países participantes, com um mínimo de regras que

garantissem o crescimento das trocas voluntárias entre os diferentes agentes econômicos. As negociações multilaterais visariam principalmente uma redução expressiva dos obstáculos ao livre comércio entre os mercados.

Roberts (2000) aponta e comenta os aspectos fundamentais do sistema de Bretton Woods:

- i. Papel fundamental do dólar americano como moeda-pivô;
- ii. Taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis;
- iii. Fundo Monetário Internacional;
- iv. Banco Mundial.

No período em que se constituía o acordo, os EUA representavam a hegemonia econômica no mundo, sendo que 70% das reservas mundiais de ouro eram detidas por eles. O dólar americano tinha papel pivô nos novos arranjos, pois foi ancorado ao ouro e as autoridades dos EUA sustentaram a conversibilidade do dólar em ouro.

O Sistema de Bretton Woods estabeleceu que o sistema de taxas de câmbio fosse de taxas fixas, entretanto, com mecanismos de flexibilidade e ajustamento. Como recurso de última instância, em casos de “desequilíbrio fundamental”, os países poderiam valorizar (aumentar) ou desvalorizar (diminuir) o valor de suas moedas em relação ao dólar. Com isso, pretendia-se permitir aos governos corrigir problemas no balanço de pagamentos por meio da taxa de câmbio em vez de controles de importação ou deflação doméstica.

O FMI (Fundo Monetário Internacional) foi criado para supervisionar o novo sistema financeiro internacional. Basicamente, ele existe para suprir e aliviar financeiramente dificuldades de balanço de pagamentos e problemas decorrentes do endividamento externo. Os recursos utilizados provêm das cotas de cada um dos membros do FMI. Quanto maior o recurso a esses fundos, tanto mais severas as condições exigidas para a correção do problema subjacente.

O Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), usualmente chamado de Banco Mundial, exercia inicialmente o papel de reconstrutor da Europa destruída pela guerra. Atualmente, junto a sua “instituição-gêmea”, Associação para o Desenvolvimento Internacional (AID), auxilia os países em desenvolvimento concedendo-lhes financiamentos de longo prazo para projetos e programas.

O regime estabelecia um sistema de taxas de câmbio fixas em relação ao dólar norte-americano, já que para os criadores do Fundo, as taxas de câmbio flutuantes eram uma das causas de instabilidade e eram prejudiciais ao comércio internacional (Krugman e Obstfeld, 2001). Entretanto, segundo Roberts (2000), o regime de taxas de câmbio fixo começou a operar efetivamente em março de 1947, embora, não totalmente, pois as moedas européias permaneceram inconvertíveis devido à falta de reservas e à preferência geral por dólar em detrimento das outras moedas.

A conversibilidade do dólar e a posição privilegiada dos Estados Unidos no sistema de Bretton Woods, associado ao poderio econômico deste em relação às frágeis economias da Europa e do Japão, fez com que o dólar se tornasse a principal moeda do pós-guerra no mundo (Krugman e Obstfeld, 2001).

No início dos anos 1950, o balanço de pagamentos dos Estados Unidos tornou-se deficitário, enquanto os países europeus e o Japão começavam a apresentar saldos superavitários. Havia maior circulação de dólares na economia mundial e facilitava os pagamentos e o comércio internacional, aumentando assim, as reservas em dólar dos bancos centrais europeus. Nesse cenário de prosperidade econômica e constituição de reservas, os países europeus estariam prontos para a conversibilidade (Roberts, 2000).

Roberts (2000) coloca que o aumento expressivo de créditos em dólar, deu aos bancos norte-americanos vantagem competitiva nos empréstimos internacionais. Sendo assim, os anos 1950 registraram uma significativa expansão nos negócios dos principais bancos comerciais dos Estados Unidos.

Entretanto, apesar do regime se destacar na história do capitalismo mundial, principalmente por sua abrangência em termos de número de países adeptos e por seu tempo de vigência, após a metade da década de 1960, alguns fatores, como o crescente fortalecimento do poder macroeconômico norte-americano, e o descaso do mesmo em relação ao bem-estar da economia mundial, levaram a um colapso econômico que desmantelou a estrutura do sistema de paridades fixas de Bretton Woods no início dos anos 70, já que era quase impossível para os países equilibrar suas contas internas e externas sem o ajuste do câmbio. Além do mais, o regime de taxas de câmbio flutuantes possibilitaria ganhos extraordinários com especulação. Mesmo assim, a flutuação do câmbio não isolaria totalmente os países dos choques advindos de políticas no exterior (Krugman e Obstfeld, 2001).

O déficit no balanço de pagamentos dos Estados Unidos nos anos 1960 tornou-se um grave problema e foi o propulsor do desmantelamento do sistema de Bretton Woods.

De acordo com Roberts (2000) dois fatores que contribuíram para o fracasso do sistema de Bretton Woods e merecem destaque seriam, o “problema de liquidez” e o “problema de ajustamento”, conforme descrito abaixo:

- i. O problema de liquidez: Com a expansão do comércio internacional, os bancos centrais passaram a ter maior necessidade de reservas em dólares, gerando, portanto, um déficit no balanço de pagamentos dos Estados Unidos. A desvalorização do dólar era inevitável e isto abalou a confiança no sistema.
- ii. O problema de ajustamento: A posição dos Estados Unidos era delicada. Com a possibilidade de desvalorização do dólar e conseqüente perda da confiança no sistema a situação poderia se agravar. A desvalorização do dólar não resultaria em uma melhora da competitividade dos Estados Unidos, caso os países mantivessem sua paridade cambial com o dólar. Enquanto os Estados Unidos apresentava déficits na balança comercial, o resto do mundo estava satisfeito em deter dólares. Os gastos com a guerra do Vietnã aumentaram expressivamente, gerando déficits ainda maiores e inflação crescente nos Estados Unidos. Dada a relutância geral em ajustar as paridades cambiais e políticas econômicas, a manutenção de taxas fixas de câmbio tornou-se uma contradição.

A partir de 1973, com o fim do sistema, ocorreu uma série de turbulências econômicas no mundo e a flutuação do câmbio foi considerada “flutuação suja”, pois os Bancos Centrais intervinham discricionariamente e continuavam a manter reservas cambiais. Eles intervinham porque a taxa de câmbio fixa poderia estabilizar a produção e o nível de preços quando distúrbios ocorressem (Krugman e Obstfeld, 2001).

O sistema financeiro internacional passou a conviver com taxas de câmbio flutuantes determinadas pelo mercado e sujeitas a intervenções dos bancos centrais e a acordos multilaterais (Roberts, 2000).

2.4 Os Acordos de Basiléia

Diante do crescente processo de desregulamentação dos mercados e globalização financeira, onde o dinamismo do comércio trans-fronteiriço é vital para as economias, ao passo que é ardiloso, faz-se necessário que as autoridades financeiras se preocupem com o sistema bancário internacional, visto que é fundamental em todo esse processo.

Medidas multilaterais de regulação e o estabelecimento de padrões rigorosos de prudência se tornaram viáveis através dos Acordos da Basiléia.

Roberts (2000) observa que a relação entre o montante de capital de um banco e o montante de seus empréstimos desempenha importante papel na salvaguarda da solvência bancária e na proteção aos depositantes. Durante muitos anos os países tinham leis que estipulavam níveis prudentes de capital para os bancos, mas a expansão do comércio mundial que fez com que o número de multinacionais de bancos se elevasse significativamente, minando assim, a confiabilidade dos coeficientes nacionais de adequação de capital como salvaguarda. Dessa forma, tem-se registrado uma tendência das filiais no exterior operarem com níveis mais elevados de empréstimos do que suas matrizes.

A decorrente quebra de grandes bancos na década de 70 alertou as autoridades financeiras para a necessidade de induzir os bancos espalhados pelo globo a possuírem um sistema de informação na área de risco.

“Diante das novas pressões de mercado e dos episódios da quebra do Bankhaus I.D. Herstatt e do Franklin National Bank ocorridos na década de 70, tornou-se eminente a necessidade de induzir todos os bancos em nível global a possuírem um sistema de informação na área de risco que lhes permitisse gerir o risco eficazmente. Assim, a entidade responsável por essa função em nível mundial – o Banco de Compensações Internacionais, ou, Bank of International Settlements (BIS), formulou uma proposta para definir um acordo de capitais apoiado em bases que permitem que bancos e supervisores avaliem corretamente os vários riscos que o banco enfrenta”. (FURTADO, 2005, p.21)

Segundo Roberts (2000), as autoridades financeiras preocupadas com o problema de adequação de capital foram levadas a criar os Tratados de Basiléia de 1975 e 1983, denominados assim em função do local da sede do Banco para Compensações Internacionais, que desempenhou papel fundamental em sua negociação. As autoridades financeiras concordaram que, em caso de uma crise de solvência de um banco internacional, o banco central do país em que se localizasse sua matriz deveria agir como prestamista de última instância.

Criado em 1974 e instituído em 1975 pelo Comitê de Governadores dos Bancos Centrais dos países membros do G-10 (grupo dos 10 países mais desenvolvidos), o Comitê da Basiléia⁵ instituiu regras e práticas de controle das operações bancárias visando proteger e reforçar a estabilidade financeira a nível internacional (Roberts 2000, *apud*, Furtado 2005).

Para Furtado (2005), o novo Acordo de Adequação de Capital da Basiléia, instituído em 1988 representaria uma tentativa por parte dos bancos centrais e autoridades financeiras dos países membros do G-10, para definir mecanismos e objetivos de supervisão dos sistemas financeiros nacionais, com foco no sistema bancário. Esse acordo previa a harmonização internacional das regulamentações relativas à adequação de capital dos bancos internacionais e o principal objetivo era fortalecer as transações bancárias e a estabilidade do sistema financeiro internacional, além de reduzir uma fonte de desigualdade competitiva entre os bancos internacionais.

De acordo com Sandroni (2005), o Acordo da Basiléia firmado em 1988 continha dispositivos mais abrangentes do que os estabelecidos entre 1975 e 1983 nos chamados Tratados de Basiléia. Sendo o objetivo principal do acordo, a fixação de critérios e definições claras e aceitas por todos os signatários sobre a definição de capital bancário e o cálculo do nível de risco dos ativos de um banco.

⁵ O Comitê de Regulação Bancária e Práticas de Supervisão surgiu em meio à crise financeira ocasionada pelas falências dos bancos Continental Bank e Bankhaus Herstat e à crescente internacionalização dos bancos, com um sistema para mensuração e padronização dos requerimentos mínimos de capital (BCBS 1998, *apud*, Furtado 2005).

O processo de intensa concorrência, natural em um processo de crescente globalização, induziu os bancos internacionais a reduzir níveis de reservas de capital, com intuito de ampliar suas parcelas de mercado. O acordo da Basiléia I foi um marco não apenas no sentido de regularizar as atividades bancárias, mas principalmente, pela diferenciação dos tipos de ativos por risco (Canuto, 2002, *apud*, Furtado, 2005).

O risco operacional⁶ passou a ser medido pelo tipo de aplicações feitas com o capital administrado pelos bancos e não mais sobre o volume de recursos captados por terceiros. Esta foi uma mudança significativa em relação às regras vigentes até a adoção do Acordo da Basiléia (Fortuna, 2002, *apud*, Furtado, 2005).

Mesmo com os controles impostos pelo Acordo da Basiléia, fraudes no cenário econômico ocorreram, desencadeando a necessidade de revisão das regras do acordo.

“A necessidade urgente de um sistema mais abrangente e rigoroso de regulação dos negócios bancários internacionais foi demonstrada pelo colapso do Bank of Credit and Commerce International (BCCI), em 1991. Registrado em Luxemburgo e sediado em Londres, com atividades em centros financeiros de todo o mundo, o BCCI estava estruturado de forma a tornar impossível a qualquer autoridade reguladora nacional investigar o quadro completo de suas atividades. Seu colapso e a imediata revelação de fraudes de grande extensão foram um dos fatores a impulsionar a implantação completa do Acordo de Basiléia, em 1992”. (Roberts, 2000, p.74)

Entretanto, de acordo com Roberts (2000), o acordo foi criticado por não levar totalmente em conta a qualidade dos riscos assumidos, com o que se exigia o mesmo montante de capital para riscos mais altos e mais baixos. Isto levaria os bancos a assumirem maiores riscos devido à possibilidade de maiores retornos. Esta seria uma das razões para os grandes empréstimos feitos pelos bancos internacionais aos mercados

⁶ Risco Operacional. Significa perdas decorrentes de falhas em controles internos, ou erros na organização de processos que podem levar a perdas consideráveis em consequência de avaliações equivocadas em centralização das operações em uma só pessoa ou mesmo em fraudes (Sandroni, 2005).

emergentes nos anos 90 e seu fracasso decorrente no verão de 1998. Levando-se em consideração as críticas e últimos acontecimentos, houve uma revisão do Acordo da Basiléia que tentou adequar melhor o risco dos empréstimos às exigências de capital por dois meios: utilizando mais intensamente as avaliações de risco das agências de classificação de crédito e por meio dos próprios modelos de gestão de risco já aplicados pelos bancos.

As crises ocorridas na Ásia em 1997 e na Rússia em 1998 fizeram com que o mercado financeiro internacional tomasse uma nova consciência em relação aos riscos aos quais as diversas instituições financeiras estavam expostas, colocando em discussão novas recomendações aos bancos centrais, sugerindo melhorias nos controles de riscos definidas pelo Comitê da Basiléia (Ono, 2002, *apud*, Furtado, 2005).

Furtado (2005) coloca que em junho de 1999, o Comitê da Basiléia apresentou uma nova proposta para as regras de ponderação de risco do Acordo da Basiléia de 1988 que pretendia conter o comportamento irresponsável dos bancos na concessão de empréstimos.

“As principais mudanças estão no fim da padronização generalizada por um enfoque mais flexível, dando ênfase nas metodologias de gerenciamento de risco dos bancos, na supervisão das autoridades bancárias e no fortalecimento da disciplina de mercado. A nova estrutura pretende alinhar a avaliação da adequação de capital mais intimamente aos principais elementos dos riscos bancários e fornecer incentivos aos bancos para aumentar suas capacidades de mensuração e administração dos riscos” (Furtado, 2005, p.65).

O novo acordo seria o aperfeiçoamento do acordo anterior assinado pelos Bancos Centrais de vários países no âmbito do Bank for International Settlements - BIS estabelecendo regras que todos os bancos deveriam acatar. Segundo o autor, o ponto central do novo acordo é o estabelecimento de um nível mínimo de capital que cada banco deve ter em função do risco de crédito existente em cada país (Sandroni, 2005).

O Acordo da Basiléia II é o resultado de intensos e continuados estudos liderados pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basiléia, em conjunto com representantes de

bancos centrais e órgãos de fiscalização, pesquisadores, estudiosos, acadêmicos e profissionais do mercado financeiro. Desde sua criação em 1988, o documento foi objeto de vários aprimoramentos, tendo crescido em sofisticação e complexidade, e a divulgação de sua versão final se deu em 26 de junho de 2004 (Carneiro *et alli*, 2004).

O novo acordo propôs, portanto, uma nova estrutura para requerimento de capital baseada em três pilares: o primeiro trata dos requerimentos de capitais com base nos riscos de mercado e de crédito; o segundo reforça a capacidade dos supervisores bancários para avaliar e adaptar os requerimentos de capital às condições individuais das instituições financeiras; e o terceiro atribui à transparência e à divulgação de informações um papel importante e relevante no fomento à disciplina de mercado (Carneiro *et alli*, 2004).

A nova estrutura construída a partir da combinação dos três pilares, proporcionaria a segurança e solidez do sistema financeiro internacional. Em um mundo altamente dinâmico e complexo, este resultado somente seria possível através da supervisão, disciplina de mercado e efetiva administração interna dos bancos. De acordo com esta visão, a racionalidade do novo acordo apóia-se na necessidade de construir um arcabouço com maior flexibilidade e sensibilidade aos riscos, mais adequado às constantes transformações dos mercados financeiros e das práticas de supervisão e gestão (Furtado, 2005).

2.4.1 Regulação do Sistema Bancário no Brasil e os Reflexos do Acordo da Basiléia

A economia internacional está passando por um nítido processo de dinamismo e crescimento das transações financeiras. Este processo afeta diretamente o sistema financeiro nacional, visto o grau de dependência entre a economia nacional e a economia dos diversos países, processo este, natural em uma economia capitalista.

“A atividade bancária e os mercados financeiros são dinâmicos, evoluindo constantemente em resposta a forças competitivas e a alterações nas condições políticas e econômicas. A consolidação das linhas de negócios, por exemplo, está derrubando as distinções tradicionais entre as instituições financeiras e os tipos

de serviços que oferecem. Os avanços na tecnologia e nas comunicações resultaram em alterações na forma pela qual os bancos e outros participantes do mercado conduzem seus negócios” (BACEN, 2003, *apud*, Furtado, 2005, p.33).

As modificações do ambiente competitivo e recente desenvolvimento no sistema financeiro internacional, fizeram com que as autoridades monetárias nacionais se preocupassem mais com a implementação de medidas de regulamentação do setor bancário.

As crises financeiras, principalmente as ocorridas nos anos 90 alertaram para a necessidade de a supervisão ser pró ativa. Os supervisores da maioria dos países estão alterando gradualmente suas políticas e procedimentos com o intuito de que as próprias instituições financeiras possam administrar os riscos aos quais estão expostas, além de adequar o capital necessário para suportá-los. O Banco Central do Brasil, a partir dos anos 90, iniciou um processo similar para modernizar sua capacidade fiscalizadora, seguindo os preceitos do Comitê da Basiléia sobre Supervisão Bancária (BACEN, 2003, *apud*, Furtado, 2005).

A preocupação das autoridades financeiras em relação a supervisão e fiscalização do sistema bancário torna-se de extrema relevância em uma economia interligada financeiramente. A criação de mecanismos de defesa contra riscos sistêmicos e a definição clara de regras de regulação pode evitar que os problemas ocorridos em uma instituição financeira não se propaguem a outras e por consequência, na economia como um todo.

A simples possibilidade de fechamento ou enfrentamento de graves dificuldades de uma instituição bancária pode gerar insegurança na economia e por consequência, comprometer o sistema bancário. Este possível colapso do sistema bancário poderia paralisar a economia e os mecanismos de proteção existentes poderiam não ser suficientes para evitar perdas aos depositantes. Neste caso, o contágio se dá do sistema bancário para o resto da economia (Carvalho *et alli*, 2003, *apud*, Furtado, 2005).

“É importante destacar, entretanto, que a estabilização da economia e o aumento na inadimplência nas operações de crédito só vieram agravar a situação de algumas instituições que já apresentavam dificuldades patrimoniais, maquiadas

até então pelas receitas inflacionárias. Além disto, as profundas mudanças no cenário operacional do sistema bancário, decorrente da globalização da economia e da estabilização monetária, conjugadas com o desaparecimento da Supervisão Bancária para desempenhar a contento suas funções e uma gestão temerária de uma parcela considerável das instituições financeiras, evidenciaram a incapacidade de sobrevivência de parte representativa do sistema bancário, com o conseqüente aumento do risco de uma crise sistêmica” (Dtaz, 2002, *apud*, Furtado, 2005, p.36).

O Plano Real foi um marco em relação às transformações ocorridas no sistema bancário brasileiro. Houve expressiva perda de lucros para os bancos entre 1995 e 1996, com o *float*⁷ de recursos após o fim da inflação alta e crônica. O governo precisou intervir com medidas para estimular a reestruturação do setor. Implementou medidas de regulamentação prudencial, supervisão e fiscalização para garantir a solidez e segurança do sistema financeiro. Paralelo a essas medidas, iniciou um processo de privatizações dos bancos públicos e abertura do setor ao capital estrangeiro (Rocha, 2001).

O aprofundamento da internacionalização do setor financeiro ocorreu de forma significativa não apenas no Brasil, mas em vários países da América Latina a partir dos anos 90.

“No que se refere à entrada dos bancos estrangeiros nos mercados nacionais, verifica-se que nos anos 90 os governos do Brasil e México promoveram o aprofundamento da abertura do setor financeiro, procurando consolidar os sistemas, seja pela liquidação dos bancos mais frágeis, seja facilitando a absorção pelas instituições mais híidas, sobretudo estrangeiras. Vale destacar a compra pelo ABN Amro Bank de 40% dos ativos do Banco Real brasileiro, que não apresentava dificuldades financeiras, surpreendendo o mercado. Tratou-se do maior negócio da história latino-americana envolvendo dois bancos, com valor total estimado em US\$ 3 bilhões. Na Argentina, a possibilidade de entrada dos bancos estrangeiros já havia sido estabelecida pelas reformas implementadas na segunda metade dos anos 70” (Cintra, 2000, p.9).

⁷ Float: tempo em que os recursos permanecem à disposição de alguém (banqueiro) sem remuneração.

Segundo Furtado (2005), antes do Plano Real, as instituições financeiras que se especializavam em operações de curtíssimo prazo em um cenário de elevadas taxas obtinham grandes ganhos com operações de *floating*⁸ e arbitragem⁹ entre diferentes indexadores. Os bancos desenvolviam instrumentos que lhes possibilitavam obter benefícios decorrentes das ineficiências proporcionadas pela inflação e permitiam a maximização dos ganhos através da rapidez com que transferiam dinheiro. Após o Plano Real, reduziu-se acentuadamente os ganhos decorrentes do *floating* e as instituições financeiras precisaram se adaptar ao novo cenário: buscar massa crítica para operar com spreads reduzidos, conter custos e ganhar em economia de escala.

A perda de *floating* sinalizava que o sistema financeiro teria que passar por mudanças significativas para adequar-se à nova realidade de estabilização de preços. Os bancos foram obrigados a expandir as operações de crédito. Com esta expansão, sem os devidos cuidados com a capacidade de pagamento dos tomadores, houve um crescimento expressivo da inadimplência (Moraes, 2003, *apud*, Furtado, 2005).

No Plano Real, mais de cem instituições financeiras estrangeiras foram autorizadas a entrar no país ou a expandir as operações já existentes, aumentando significativamente o nível de competitividade, dado o aumento do nível de produtos e serviços e também tecnologia. Os bancos que não possuíam estrutura para fazer face ao novo cenário tiveram que buscar soluções alternativas. Nesse contexto registrou-se muitas fusões e incorporações, com algumas empresas submetidas ao processo de liquidação (BACEN, 2002, *apud*, Furtado, 2005).

Rocha (2001) pincela sobre o antagonismo entre a regulamentação do sistema bancário *versus* estímulo à competitividade do mercado ocorrida nesse período.

⁸ Floating: refere-se a ações de companhias abertas ao público.

⁹ Arbitragem: Compra de um título para determinado vencimento futuro ou a vista e concomitante venda igual a outro vencimento, cujo objetivo é auferir vantagem do diferencial de preços ou de sua futura variação. Além do arbitrador, o mercado como um todo seria beneficiado pela redução dos diferenciais de preços indevidamente afastados ou aproximados pelo aumento de número de parceiros e da liquidez do mercado. Vale mencionar ainda que as operações podem ser realizadas cada uma em uma bolsa de valores diferente ou no balcão, com dois parceiros diferentes (por exemplo), na mesma ou em praças diferentes.

“As funções primordiais da regulamentação prudencial na área bancária são as de garantir a solidez e a estabilidade do sistema e a de proteger seus depositantes. Com esses objetivos, a autoridade monetária estabelece capitalização mínima para os bancos, dependendo da estrutura de risco de suas aplicações; regulamenta procedimentos operacionais e contábeis e, criando redes de segurança, institui órgãos de seguro de depósitos, além de atuar como prestador de última instância. Entretanto, a busca da solidez do setor bancário, em grande parte das vezes, pode se tornar conflitante com o estímulo à competitividade do mercado”. (Rocha, 2001, p.13)

O Banco Central do Brasil teve papel preponderante na adequação das instituições financeiras ao processo de mudanças no sistema financeiro nacional. Este implementou uma série de medidas que visavam o controle e monitoramento do mercado financeiro e de capitais, com o objetivo de melhor eficiência na administração dos riscos assim como a redução dos conflitos de interesses na gestão de capitais de terceiros, a defesa dos direitos dos clientes e o estabelecimento de princípios de transparência e boas práticas de governança corporativa. Sendo que, além de atender a esses objetivos, o Banco Central visava incorporar as recomendações estabelecidas pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basiléia, pelo FMI e pelo Banco Mundial (BACEN, 2002, *apud*, Furtado, 2005).

Mesmo o Brasil não sendo integrante do G-10, muito esforço foi feito pelas autoridades monetárias brasileiras e até pelas próprias instituições financeiras, no sentido de adequar as premissas do Acordo da Basiléia ao caso brasileiro (Carneiro *et alli*, 2004).

Segundo Carneiro *et alli* (2004), as medidas adotadas no Brasil assumiram um caráter mais conservador do que aquelas incluídas no Acordo da Basiléia. Por exemplo, o índice da Basiléia, que é o índice entre capital e os ativos ponderados pelo risco de crédito, no Brasil é 11%, enquanto o Acordo de 1988 propõe 8%. Outra diferença refere-se às faixas de risco. O Acordo de 1988 estabeleceu faixas para ponderação dos ativos em uma escala que varia de 0% a 100%, no Brasil uma faixa adicional de risco para créditos tributários foi estabelecida com ponderação de 300%.

De acordo com divulgação do BACEN (2006), encontram-se em audiência pública minutas de normas relativas à Fase I de implementação de Basiléia II no Brasil¹⁰. O Banco Central do Brasil divulgou, em dezembro de 2004, o cronograma de implementação de Basiléia II no Brasil, compreendendo cinco fases. A Fase I prevê a proposição de modelo padrão simplificado para a apuração do requerimento de capital, segundo as diretrizes de Basiléia II e a consolidação da definição do capital regulatório.

Com base no estudo, torna-se claro que o Acordo da Basiléia foi relevante para o sistema financeiro nacional, no sentido de alertar as autoridades monetárias aos problemas advindos da má administração dos riscos aos quais as instituições financeiras estariam expostas, podendo acarretar graves problemas para a economia. A adoção de medidas preventivas de segurança garantiria a saúde e solidez do sistema financeiro nacional.

¹⁰ A primeira audiência pública inclui minutas de resolução e circular voltadas para o aprimoramento da definição do Patrimônio de Referência (PR), que objetiva essencialmente alinhar a definição de capital para as instituições do Sistema Financeiro Nacional com as recomendações de Basiléia, tanto com respeito aos elementos constitutivos quanto às deduções a serem efetuadas, bem como simplificar o processo de autorização para que os instrumentos de captação elegíveis componham o nível II do PR. A outra audiência pública apresenta os seguintes documentos normativos: I - resolução estabelecendo o Patrimônio de Referência Exigido (PRE), que consiste na soma de 6 parcelas, cada uma delas relativa a um determinante específico de risco; II - resolução estabelecendo limites para a exposição em risco cambial; adequando o limite para exposições em ouro, em moeda estrangeira e em operações sujeitas a variação cambial estabelecido pela Resolução 2.606, de 1999, à nova estrutura regulamentar, harmonizando-a com as demais parcelas de requerimento de capital que compõem o PRE. III - circulares específicas detalhando os procedimentos para cálculo das parcelas do PRE relativas: a) às exposições ponderadas pelo fator de risco de crédito; b) ao risco de mercado em taxas prefixadas; c) ao risco de mercado em taxas pós-fixadas; d) ao risco de mercado em câmbio; e) ao risco de mercado em ações; f) ao risco de mercado em commodities.

CAPÍTULO 3

PARIDADE DE JUROS E FLUXOS DE CAPITAIS EXTERNOS

3.1 Paridade Internacional da Taxa de Juros

Algumas variáveis macroeconômicas são indispensáveis na análise de uma economia aberta, como a taxa de câmbio e taxa de juros. A relação entre elas se torna essencial e é constantemente abordada em estudos onde postulam a relação de arbitragem entre estas e a influência que têm sobre os fluxos de capital externo. Portanto, são ferramentas importantes no processo de elaboração das políticas econômicas nos diversos países e não poderiam deixar de ser explicitadas no trabalho.

A paridade internacional de juros é a condição básica de equilíbrio na economia, sendo que, o mercado de câmbio está em equilíbrio quando os depósitos de todas as moedas oferecem a mesma taxa de rendimento esperada. A condição de paridade de juros parte do pressuposto que os rendimentos esperados dos depósitos de quaisquer duas moedas sejam iguais quando medidos em uma única moeda (Krugman e Obstfeld, 2001).

Uma forma de averiguar a eficiência dos mecanismos que procuram controlar a entrada ou a saída de capitais é observar o diferencial de juros entre a taxa interna, e a taxa externa. Quando as taxas internas acompanham as taxas externas, pode significar que os dois países em análise, possuem seus mercados de capitais mais abertos, mantendo-se as taxas alinhadas devido aos mecanismos de arbitragem¹¹, ou seja, tomam-se empréstimos

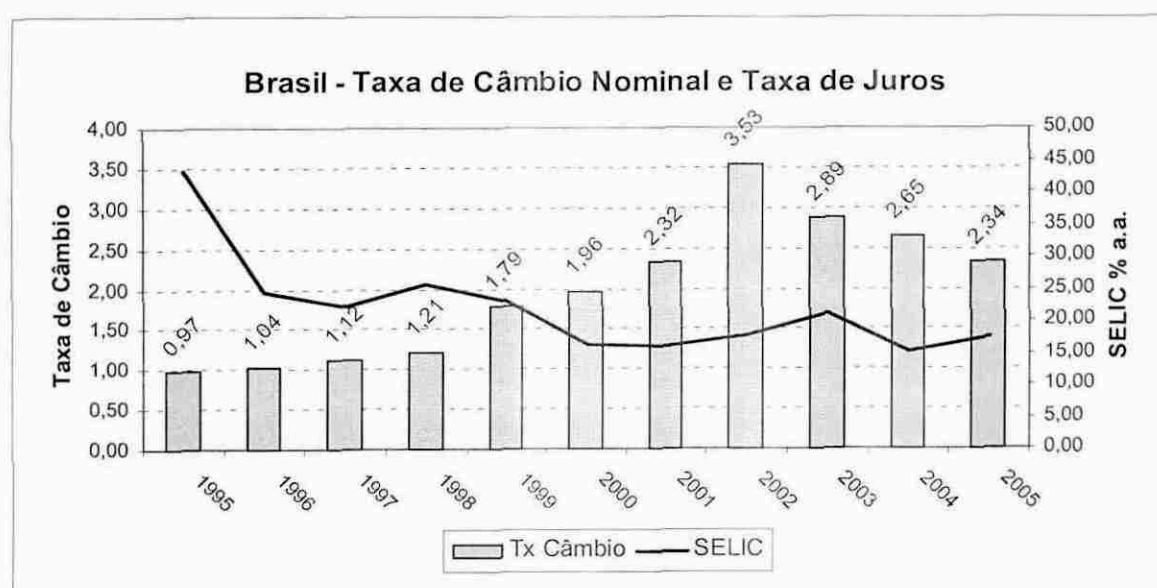
¹¹ De acordo com Assaf Neto (2001), quando ocorrem diferenças de cotações temporárias em diferentes centros financeiros, é possível atuar em um mercado e outro de maneira a tirar vantagens dessas diferenças. Esse é o processo conhecido por *arbitragem*, em que uma moeda é adquirida em um mercado onde seu preço

onde as taxas de juros são mais baixas e efetuam-se empréstimos onde elas encontram-se mais elevadas (Caves *et alli*, 2001).

Entretanto, de acordo com Caves *et alli* (2001), nem sempre mercados com maior liberalização financeira possuem menor diferencial de juros, devido à existência do prêmio de risco e da expectativa de variação cambial. De qualquer forma, a manutenção de controles sobre o movimento de capitais permite ainda assim a ampliação do diferencial de juros mesmo na presença de prêmio de risco e expectativa de variação cambial (Cardoso *et alli*, 1998a, *apud*, Dorneles, 2004).

De acordo com Blanchard (2001), a Paridade de Juros postula que uma taxa de juros mais baixa leva a uma taxa de câmbio mais elevada, assim como, uma alta taxa de juros, leva a uma taxa de câmbio mais baixa. Isto pode ser claramente identificado na figura 01, onde são analisadas as taxas de câmbio e juros brasileiras. O aumento da taxa de juros SELIC provoca a apreciação do real: o aumento da demanda por reais faz com que o preço da moeda doméstica aumente. A condição de paridade de juros implica uma relação negativa entre a taxa de juros doméstica e a taxa de câmbio.

Figura 01: Evolução da Taxa de Câmbio Nominal e Taxa de Juros SELIC - Brasil



Fonte: IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada e Banco Central do Brasil

for mais baixo e vendida em outro, que opera com um preço mais elevado, apurando-se um resultado (lucro) na transação.

Há alguns pressupostos a serem considerados para a validade da Paridade de Juros Internacional, conforme a seguir:

“Alguns pressupostos devem ser atendidos para que a Condição da Paridade Internacional de Juros ocorra. Deve haver livre mobilidade de capitais, os agentes devem ser neutros ao risco, os ativos devem ser idênticos, não deve haver nenhum tipo de custo de transação e a arbitragem financeira deve funcionar perfeitamente” (Vieira, 1998, *apud*, Dorneles, 2004, p.17).

A seguir são descritos os pressupostos:

- i. Livre mobilidade de capitais – não deve haver nenhum tipo de controle aos fluxos internacionais de capitais que possa vir a prejudicar a livre circulação de capitais de um centro financeiro a outro;
- ii. Os agentes devem ser neutros ao risco – os agentes buscariam a melhor taxa de retorno, independente do risco que estariam correndo em determinada operação;
- iii. Os ativos devem ser idênticos – os ativos devem ter o mesmo prazo de maturação e estarem expostos ao mesmo grau de risco político, se diferenciando apenas em relação à moeda em que estão denominados;
- iv. Inexistência de custos de transação – não há nenhum tipo de custo aos agentes quando da transferência de capitais de um centro financeiro a outro;
- v. A arbitragem funciona de maneira perfeita – os agentes financeiros sempre buscam maiores taxas de retorno, sendo que, a oferta e a demanda dos ativos financeiros são garantidas através dos mecanismos de mercado. Portanto, não há a possibilidade da especulação financeira gerar ganhos extraordinários por longos períodos de tempo.

Dessa forma, de acordo com a teoria econômica, há três tipos de Paridade Internacional de Juros: Paridade Coberta de Juros (PCJ), Paridade Descoberta de Juros (PDJ) e a Paridade Real de Juros (PRJ), conforme revisto abaixo:

3.1.1 Paridade Coberta da Taxa de Juros

Supondo a idéia de livre mercado, se houver investimentos em moeda estrangeira e moeda doméstica, as taxas de rendimento sobre os mesmos devem ser iguais. Esta é a chamada condição de paridade coberta de juros. Quando esta condição prevalece, ao se aplicar em moeda estrangeira o investidor se assegura de que não haverá risco de câmbio, ou seja, diz-se que o investidor está “coberto” e, portanto evita a possibilidade de uma depreciação da moeda na qual investiu (Krugman e Obstfeld, 2001).

A paridade coberta de juros assegura a equalização das taxas de juros entre os países, em virtude dos fluxos de capitais, quando os ativos são contratados em uma moeda comum.

De acordo com Soihet (2002):

“Segundo a teoria, a existência de um diferencial de juros entre duas economias é uma das condições para promover deslocamentos de capitais na direção daquelas que registram a presença de um diferencial de juros favorável. Em nossa definição, a PJC é dada pelo diferencial da taxa de juros doméstica Selic (i), da taxa de juros externa do Tesouro Americano Fed Fund (i^*) e pelo desconto (f_d) calculado através do câmbio futuro encontrado no *site* da BM&F”.

Os depósitos em moeda estrangeira cobertos implicam que se pode evitar o risco de câmbio ao comprar um depósito em moeda estrangeira, vendendo-se ao mesmo tempo os ganhos oriundos de seu investimento no futuro. Em outras palavras, vendendo o principal e

os juros no futuro em moeda doméstica, evitando-se assim o risco de uma variação inesperada da moeda estrangeira que venha a diminuir o rendimento de seu depósito no exterior (Krugman e Obstfeld, 2001, *apud*, Dorneles, 2004).

A partir dos pressupostos descritos na seção 3.1, têm-se:

$$(1 + i_t) = \left(\frac{1}{E_t} \right) \cdot (1 + i_t^*) \cdot (F_t) \quad (3.1)$$

i_t = taxa de juros nominal doméstica.

i_t^* = taxa de juros nominal estrangeira.

E_t = taxa de câmbio corrente (tempo t).

F_t = taxa de câmbio no mercado futuro no tempo t , para contratos em $t+1$.

Partindo do princípio que o Brasil seja o mercado doméstico e os EUA, o mercado externo, o investidor irá procurar colocar seus fundos nos EUA, comprando dólares no mercado à vista, elevando sua cotação E_t . De forma simultânea venderá dólares no mercado futuro, fazendo com que a taxa de câmbio no mercado futuro tenha sua cotação diminuída. Assim, a PCJ é restaurada através dos movimentos de capital que são induzidos pela possibilidade de ganhos de arbitragem, sendo restabelecida a igualdade verificada na equação 3.1 (Gibson, 1996, *apud*, Dorneles, 2004).

De forma simplista, há um pressuposto de que as transações cobertas de juros não envolvem riscos da taxa de câmbio e as transações descobertas envolvem.

3.1.2 Paridade Descoberta da Taxa de Juros

A diferença básica entre paridade coberta de juros e a descoberta, é que a primeira envolve a taxa de câmbio à vista no mercado futuro e a segunda, envolve a taxa de câmbio à vista esperada no futuro (Krugman e Obstfeld, 2001). Esta parece ser a mais plausível e mais relacionada ao caso brasileiro.

A paridade descoberta de juros pode ser expressa da seguinte forma:

$$(1 + i_t) = \left(\frac{1}{E_t} \right) \cdot (1 + i_t^*) \cdot (E_{t+1}^e) \quad (3.2)$$

Onde:

i_t = taxa de juros nominal doméstica.

i_t^* = taxa de juros nominal estrangeira.

E_t = taxa de câmbio corrente (tempo t).

E_{t+1}^e = taxa de câmbio esperada em t+1.

Reorganizando a equação:

$$(1 + i_t) = (1 + i_t^*) \cdot \left(\frac{E_{t+1}^e}{E_t} \right) \quad (3.3)$$

De acordo com Blanchard (2001), quando investidores financeiros avaliam em qual país aplicar seus capitais, eles analisam qual ativo apresentará maior taxa de retorno. Por

exemplo, se for para ter tanto títulos da dívida norte-americana quanto para ter títulos da dívida brasileira, eles terão de ter a mesma taxa esperada de retorno, de modo que valha a relação de arbitragem expresso na equação 3.3.

Pequenas variações nas taxas de juros e rumores da iminência de apreciações ou depreciações podem provocar fluxos de bilhões de dólares em questão de minutos. Para os países ricos do mundo, a hipótese de arbitragem da equação 3.3 constitui uma boa aproximação da realidade. Outros países, cujos mercados de capitais são menores e menos desenvolvidos, ou os que têm várias formas de controle de capital, contam com uma margem de segurança maior para escolher sua taxa de juros interna do que a explicitada pela equação 3.3 (Blanchard, 2001).

Para se ter uma melhor idéia das implicações da arbitragem, a equação pode ser reescrita como segue:

$$(1 + i_t) = (1 + i_t^*) \cdot \left(1 + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \right) \quad (3.4)$$

A equação 3.4 fornece a relação entre a taxa nominal de juros interna, a taxa nominal de juros estrangeira e a taxa esperada de depreciação. O aumento de E representa uma depreciação, de modo que $\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$ é a taxa esperada de depreciação para a moeda nacional. Caso o produto entre a taxa de juros nominal externa e a expectativa de variação na taxa de câmbio apresente valores baixos das taxas de juros e expectativa de variação cambial (Blanchard, 2001), a PDJ pode ser expressa do seguinte modo:

$$i_t \approx i_t^* + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad (3.5)$$

Vale ressaltar que a arbitragem implica que a taxa de juros interna tem de ser (aproximadamente) igual à taxa de juros estrangeira mais a taxa de depreciação esperada

para a moeda nacional (Blanchard, 2001). O lado esquerdo da equação 3.5 representa o retorno de um depósito em moeda doméstica no mercado interno, por sua vez o lado direito da equação 3.5 representa o retorno esperado sobre um depósito em moeda estrangeira no mercado externo. Desta forma a PDJ nos diz que a taxa de juros doméstica i_t , deve ser igual ao somatório da taxa de juros externa i_t^* e a expectativa de variação da taxa de câmbio $\frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$ (Blanchard, 2001).

Caso um investidor transfira seus recursos para o exterior com vistas a realizar um depósito em moeda estrangeira, deverá reconverter seus recursos em moeda estrangeira acrescido de juros em moeda doméstica no final do período, assumindo o risco de mudanças na taxa de câmbio enquanto o investimento estiver no exterior. Por isto, estas operações são tratadas como operações de arbitragem descobertas (Salvatore, 2000, *apud*, Dorneles, 2004).

Segundo Veríssimo e Brito (2004), a paridade descoberta da taxa de juros mede o retorno associado a uma aplicação realizada no país quando comparado a uma aplicação de mesmo montante em moeda externa, podendo ser tratada como uma medida de diferencial de juros (rentabilidade), pois é calculada descontando-se da taxa de juros interna (SELIC) oferecida aos capitais a taxa de juros externa americana (Prime), considerando também a desvalorização nominal observada da taxa de câmbio.

A teoria econômica postula que, em um ambiente de elevada mobilidade de capitais e de integração financeira entre os mercados, o diferencial de taxa de juros é o determinante básico dos movimentos de capitais, de tal forma que, quanto maior o retorno oferecido por um determinado país em relação aos demais, consideradas as expectativas relacionadas à taxa de câmbio, maior a atratividade para os fluxos de capitais ingressarem no mesmo, principalmente quando se trata de capitais de curto prazo, que visam a obtenção de ganhos de arbitragem.

Outro ponto importante a ser ressaltado, é que ao contrário da paridade coberta de juros que evita a possibilidade de depreciação da moeda estrangeira, ou seja, o investidor se assegura contra o risco cambial, a paridade descoberta de juros não consegue evitar esse risco.

A PDJ impossibilita aos agentes a obtenção de lucros através de arbitragem nos mercados cambial e de títulos. Além desse pressuposto apresentado em muitos trabalhos científicos, a hipótese da PDJ tem relevância na elaboração de políticas econômicas, pois

apresenta uma relação entre as taxas de câmbio e juros e pode ser entendida como um índice de mobilidade de capitais (Sachsida *et alli*, 1999).

Espera-se que PDJ se sustente caso tenha-se “certeza” quanto à trajetória das taxas de câmbio, ou ainda caso os agentes sejam neutros ao risco, ou seja, não exijam um retorno maior por estarem assumindo o risco de câmbio (Gibson, 1996, *apud*, Dorneles, 2004).

No caso da PDJ, o investidor adquire um ativo estrangeiro que mostre aparentemente uma taxa de retorno elevada, porém esta taxa de retorno pode ser prejudicada por movimentos inesperados da taxa de câmbio. A PDJ se verificará, caso os investidores tratem os depósitos em moeda doméstica e estrangeira como substitutos perfeitos e o risco cambial não seja importante para os mesmos. Na ausência de barreiras à mobilidade internacional de capital, o risco cambial e a variação esperada da taxa de câmbio são dois fatores que costumam distanciar as taxas de juros doméstica da estrangeira. (Caves *et alli*, 2001, *apud*, Dorneles, 2004).

Sendo assim, nem sempre uma economia com maior liberdade sobre o movimento de capitais significa uma equalização entre as taxas de juros doméstica e externa, e sim a uma maior sensibilidade da taxa de juros doméstica a variações nas taxas de juros internacionais.

3.1.3 Paridade Real da Taxa de Juros

De acordo com Krugman e Obstfeld (2001), as taxas de juros discutidas de forma conjunta à Condição de Paridade de Juros nos itens anteriores, eram taxas de juros nominais, que são taxas de rendimento medidas em termos monetários, como por exemplo, rendimentos em moeda doméstica sobre depósitos domésticos. As taxas de juros reais são taxas de rendimento medidas levando-se em consideração a variação de preços de um país, ou seja, em termos reais. Esta informação passa a ter grande relevância, pois os agentes tomam suas decisões de investimento, também levando em conta taxas de inflação.

A PRJ implica que existe uma relação de equilíbrio entre as taxas reais de juros entre os países para ativos financeiros idênticos, desde que os mercados de bens, de capitais e de câmbio sejam eficientes. Para que esta hipótese seja derivada é preciso assumir que a Paridade de Poder de Compra Relativa (eficiência no mercado de bens e

commodities) e a PDJ (eficiência no mercado de capitais doméstico e externo), sejam válidas de forma simultânea (Vieira, 1998, *apud*, Dorneles, 2004).

Dorneles (2004) destaca a preponderância do papel das paridades de juros no que se refere à mobilidade de capital e integração financeira. Sendo que, a PCJ pode ser considerada uma medida de mobilidade de capitais apenas em um sentido mais estreito, pois pode ser aplicada apenas para movimentos de capitais de curto prazo. A PRJ seria um critério mais apropriado para a questão da mobilidade de capitais em um sentido mais geral, uma vez que a taxa de juros real mede a taxa de retorno real do capital. As Paridades de Juros costumam ser utilizadas como medidas de mobilidade para diferentes tipos de capital. Como a PCJ é utilizada como medida de mobilidade de capital no curto prazo, a PDJ é utilizada como medida de mobilidade no longo prazo.

3.2 Os Fluxos de Capital Externo no Brasil

Sendo o Brasil um país menos desenvolvido e com uma economia frágil frente aos países mais desenvolvidos, tende a apresentar exorbitantes taxas de juros, sendo um dos motivos, o risco nas operações de crédito. Dessa forma, torna-se alvo de especuladores estrangeiros, tendendo, portanto, a atrair capital externo.

Como visto anteriormente, os fluxos de capitais dependem normalmente do diferencial entre as taxas de juros interna e externa, da variação esperada nos preços dos ativos domésticos, e da desvalorização esperada da moeda nacional. No entanto, ocorre que o próprio movimento especulativo dos capitais, impulsionado pelas expectativas a respeito do comportamento futuro das economias em questão, provoca alterações na taxa de câmbio e nos preços dos ativos (portanto nas taxas de juros internas). Sendo assim, os indicadores de vulnerabilidade externa sinalizam esse comportamento futuro e influenciam as expectativas dos investidores. Então, o que deveria determinar os fluxos de capitais (diferencial de juros, variação esperada no preço dos ativos domésticos e desvalorização cambial esperada) acaba sendo determinado pelo próprio comportamento desse fluxo, que passa a se guiar por expectativas que dependem da capacidade que o país em questão tem

de saldar as suas obrigações (haveres) externas, isto é, da sua vulnerabilidade externa (Painceira e Carcanholo, 2002).

De acordo com Meurer e Samohyl (2001), para arcar com os custos dos juros internacionais e as remessas de lucros das empresas estrangeiras no Brasil e demais serviços, o país precisa de recursos. Uma das fontes de recursos seria o resultado superavitário do saldo da balança comercial. Entretanto, é possível sanar essas obrigações externas através de outras formas de entrada de capital externo, como por exemplo, empréstimos e financiamentos, vendas de empresas nacionais por seus proprietários ou privatizações e investimento em portfólio.

No caso do Brasil, após a implantação do Plano Real, a partir dos anos 90, ocorreram mudanças significativas nos agregados macroeconômicos brasileiros e estas mudanças representaram para o país, um marco no sentido da intensificação dos fluxos de capital externo. Além disso, um conjunto de condições favoráveis à atração desses capitais, principalmente decorrentes do cenário internacional nos anos 90 fez com que o Brasil se beneficiasse no sentido de atrair capital externo. As baixas taxas de juros nos EUA e o processo recessivo das economias mais desenvolvidas, associado ao ambiente de estabilidade inflacionária ancorado por altas taxas de câmbio, conjugado com altas taxas de juros no Brasil, fez com que o investidor estrangeiro se voltasse para os países em desenvolvimento, inclusive para o Brasil.

De acordo com Keynes (1983), os empresários levam em conta algumas variáveis antes de efetivamente investir seu capital. Basicamente analisam a eficiência marginal do capital e a taxa de juros. Sendo a eficiência marginal do capital, a expectativa em relação ao futuro, a possibilidade de liquidez e o *animal spirit* do empresário. Portanto, o empresário avalia todas essas variáveis e caso a eficiência marginal do capital seja maior que a taxa de juros, esta seria uma boa indicação de que o investimento deva ser viabilizado. Se ao contrário, a eficiência marginal do capital for menor que a taxa de juros, o investimento seria inviável e o empresário optaria pelo não investimento.

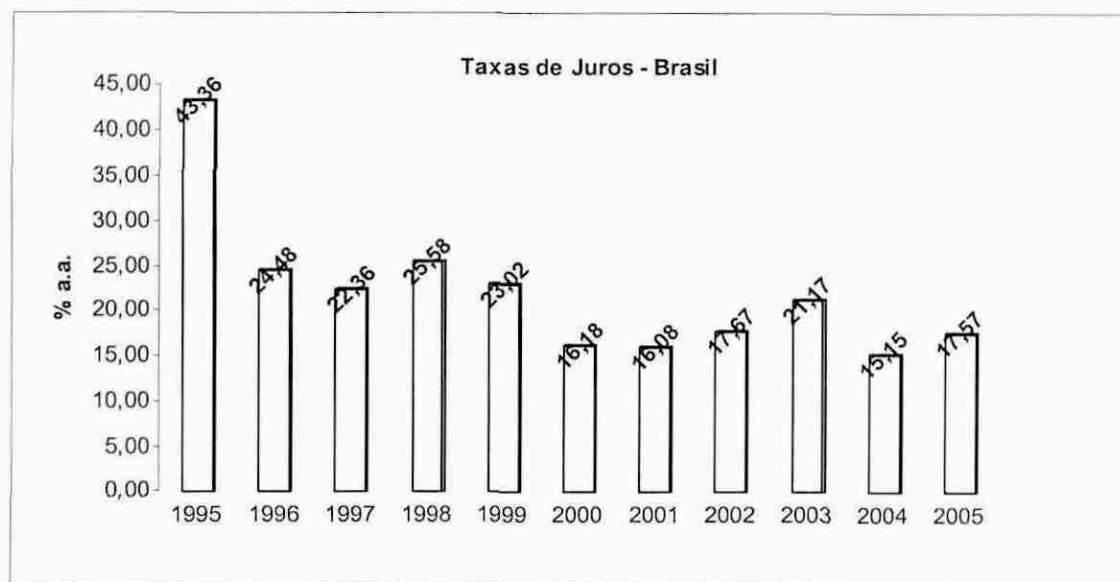
Prates & Cunha (2004), coloca que o mercado de títulos de dívida se consolidou como a principal modalidade de captação de recursos pelos países emergentes, inclusive o Brasil, no mercado internacional de capitais a partir dos anos 90. O mercado de títulos de dívida dos países “emergentes” tem sido marcado por uma dinâmica de “*feast or famine*” – abundância ou escassez -, que se reforçou nos últimos anos devido à influência crescente das mudanças de sentimento dos investidores e das condições de liquidez globais sobre a dinâmica desse mercado.

De acordo com Veríssimo e Brito (2004), a literatura sobre fluxos de capitais considera que as altas taxas de juros praticadas foram um dos principais fatores responsáveis pela atração de capitais externos para os países em desenvolvimento ao longo dos anos 90. Segundo os autores, de uma forma geral, diversos estudos sobre o tema obtiveram resultados que confirmam a hipótese de que o diferencial de taxa de juros foi fator fundamental para a atração dos capitais externos para o Brasil, com a obtenção de resultados altamente consistentes para a análise relacionada especialmente aos fluxos de portfólio.

De fato, o Brasil apresentou níveis extremamente elevados de taxas de juros a partir de 1995, conforme mostra a figura 02 e mais adiante demonstra-se graficamente, como as altas taxas de juros influenciaram na vinda de capitais externos, mais especificamente, na forma de investimento direto externo e investimento em portfólio.

Segundo Bresser-Pereira (2003), há grandes interesses envolvidos em altas taxas de juros no Brasil, entretanto, o Banco Central apresenta como razões para a elevação da taxa: combater a inflação; atrair capital externo e evitar que o déficit em conta corrente aumente.

Figura 02: Evolução da Taxa de Juros SELIC - Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil

Para Soihet (2002), quatro foram os elementos fundamentais que levaram ao aumento do fluxo de capital nos anos 90:

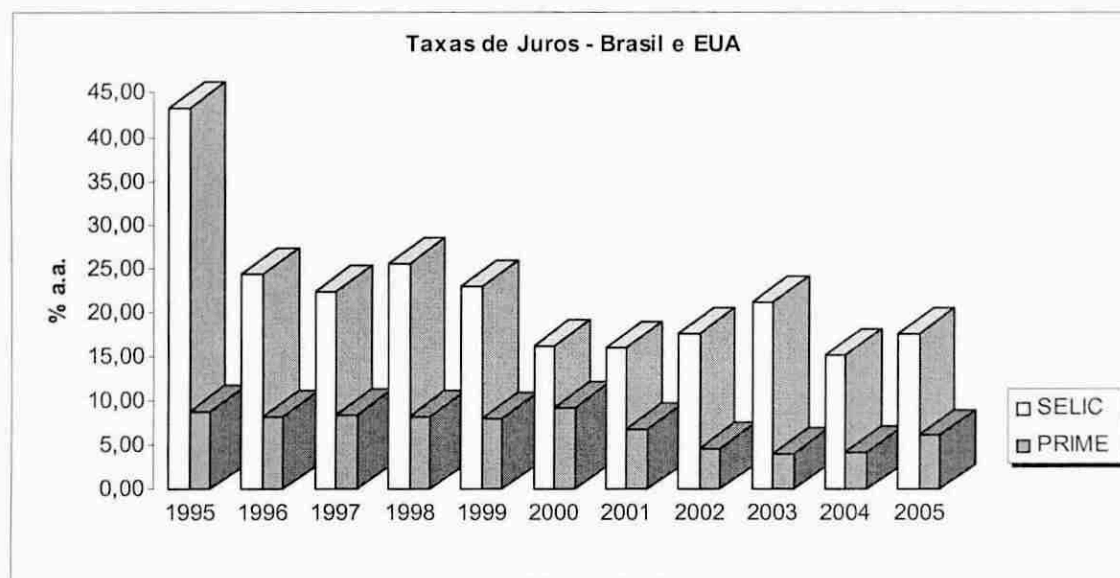
“O primeiro fato foi a normalização das relações do país com a comunidade financeira internacional, por meio da regularização da renegociação da dívida externa com os bancos credores e da conclusão, em abril de 1994, da regularização dos empréstimos atrasados nos moldes do Plano Brady¹². O segundo fato a destacar foi o advento do Plano Real em julho de 1994, que deu estabilidade econômica ao país. O terceiro fato, a queda da taxa de juros internacional nos países desenvolvidos, o que os levou a procurar oportunidades mais atrativas em países em desenvolvimento, como o Brasil. Por fim, a legislação referente o fluxo de capitais de 90 e 2000. Do total de medidas implementadas nesse período, apenas 22% dos normativos foram restritivos à entrada e saída de capital, o que caracteriza um alto grau de abertura no que diz respeito à movimentação de capital”. (Soihet, 2002, p.10)

Soihet (2002) coloca que a queda da taxa de juros nos EUA foi o principal fator externo que levou os investidores, na década de 90, a aplicarem recursos nos países em desenvolvimento. A diminuição de juros nos países desenvolvidos, principalmente nos Estados Unidos, fez com que o custo de oportunidade de investimento nos países em desenvolvimento diminuísse, e o retorno esperado nos países em desenvolvimento aumentasse relativamente ao retorno dos países desenvolvidos.

A seguir é possível constatar através da figura 03, a discrepância entre as altas taxas de juros praticadas no Brasil e a estável e baixa taxa de juros dos Estados Unidos.

¹² Plano Brady: De acordo com Sandroni (2005), o Plano Brady, de 1989, continha várias diretrizes, dentre elas, algumas incentivavam claramente a abertura de capital dos países devedores, como por exemplo: para pleitear uma redução da dívida, os países devedores deveriam adotar políticas orientadas para o crescimento, encorajando o fluxo de investimentos estrangeiros, fortalecendo a poupança interna e promovendo o retorno de capitais depositados no exterior.

Figura 03: Evolução das Taxas de Juros SELIC (Brasil) e PRIME (EUA) – Dados Anuais



Fonte: Banco Central do Brasil e Federal Reserve

Junto aos fatores externos de atração de capital estrangeiro, são incluídos os fatores internos de cada país, que são associados à estrutura macroeconômica, credibilidade e reformas estruturais dos países que estão recebendo os fluxos. Também existem os vários instrumentos que são chamados de “pull factors” (Agenor, 2000, *apud*, Soihet, 2002):

- i. Aumento do nível de abertura financeira e retirada das barreiras de capital dos países em desenvolvimento diminuindo os custos de transação entre os países;
- ii. O ajuste fiscal é um dos principais atrativos de capitais estrangeiros, sinalizando maior estabilidade monetária;
- iii. O comprometimento com regras claras de políticas também pode aumentar a credibilidade e, conseqüentemente, o fluxo de capitais. Desta estabilidade fazem parte uma inflação controlada e uma dívida sustentável.

Há ainda outros fatores relevantes nesse processo de atração do capital externo para a economia brasileira. De acordo com Veríssimo e Brito (2004), a avaliação do risco-país também é importante para a investigação dos movimentos dos capitais externos, uma vez

que estes não são movidos apenas por altas taxas de retorno, afinal, estas devem ser ponderadas pelo risco da operação. Esse tema será abordado na seção 3.4.

De acordo com os dados fornecidos pelo Banco Central, conforme tabela 01, que considera os três principais indicadores de ingresso de capital externo – investimento direto externo (IDE), investimento estrangeiro em portfólio (IPE), e empréstimos e financiamentos (EFIN)¹³ – nos anos 90, os fluxos para EFIN perderam importância, sendo que os fluxos de capitais para IDE e IPE foram os grandes responsáveis pelo crescente influxo de recursos externos no país.

Há uma mudança de composição do capital ao longo do período em análise, já que até 1996 os investimentos em portfólio representavam a principal fonte de entrada do capital externo no país, mas a partir de 1997, em decorrência das crises externas, reduziu-se o nível de investimento em portfólio e o investimento direto externo passou a atuar como tal.

Tabela 01: Evolução dos Fluxos Líquidos de Capital Externo para o Brasil – US\$ Milhões

Data	Investimento em Portfólio (IPE)	Variação IPE	Investimento Direto Externo (IDE)	Variação IDE	Empréstimos e Financiamentos (EFIN)	Variação EFIN
1995	10.372,20		4.405,10		-872,00	
1996	22.021,70	112,31	10.791,70	144,98	-1.083,40	24,24
1997	10.907,90	-50,47	18.992,90	76,00	855,70	-178,98
1998	18.582,20	70,36	28.855,60	51,93	-2.416,20	-382,37
1999	3.542,40	-80,94	28.578,40	-0,96	-554,40	-77,05
2000	8.650,80	144,21	32.779,20	14,70	93,30	-116,83
2001	872,1	-89,92	22457,4	-31,49	308,60	230,76
2002	-4.797,40	-650,10	16.590,20	-26,13	-15,80	-105,12
2003	5.128,80	-206,91	10.143,50	-38,86	124,10	-885,44
2004	-3.995,60	-177,91	18.145,90	78,89	-271,80	-319,02
2005	6.655,30	-266,57	15.066,30	-16,97	31,90	-111,74

Fonte: Banco Central do Brasil

Os investimentos em portfólio podem ser vistos como muito vulneráveis à taxa de juros internacional (efeito *push*) e aos choques externos, principalmente a crise russa (efeito contágio). Em 1997 e 1998, apesar das crises internacionais, da Ásia e Rússia, os investimentos diretos continuaram a subir no Brasil em relação aos anos anteriores. Este

¹³ IDE: Designa um investimento que visa adquirir um interesse duradouro em uma empresa cuja exploração ocorre em outro país que não o do investidor e com o objetivo de influir efetivamente na gestão da empresa em questão (FMI, 1998, *apud*, Amal e Seabra, 2005); IPE: Investimento estrangeiro em carteira que se refere às aplicações estrangeiras em títulos brasileiros, na forma de ações (renda variável) ou títulos de renda fixa (curto e longo prazos), negociados no país ou no exterior (BACEN, 2006); EFIN: representa uma forma do país adquirir recursos no exterior, com o conseqüente aumento do nível de endividamento externo do país.

comportamento evidenciou que os investimentos estavam mais atrelados às variáveis macroeconômicas internas do país (efeito *pull*) do que aos efeitos externos (efeitos *push* e contágio)¹⁴ (Soihet, 2002).

Em 1998, os fluxos de IDE representaram aproximadamente US\$ 29 bilhões. A expressividade do IDE, no total dos fluxos de capital externo para o Brasil, a partir de 1996, se deveu principalmente, ao processo de privatizações de empresas públicas brasileiras e da aplicação de uma legislação de capitais, mais favorável à atração de capitais de longo prazo, como a fixação da alíquota de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) de forma inversamente proporcional ao tempo de permanência do capital no país.

3.2.1 Investimento no Mercado de Capitais e o Investimento em Portfólio

A partir da década de 90 a característica do capital externo passou a ser predominantemente privado, devido à abertura dos mercados e redução das barreiras de transferência de capital. No Brasil, permitiu-se que os investidores estrangeiros aplicassem seus recursos em bolsas de valores, iniciando assim, um processo de abertura do mercado ao capital privado internacional (Lopes, 2003).

De acordo com Barros *et alli* (2002) houve uma célere expansão dos mercados acionários na maior parte dos países industrializados, durante os anos 90. De modo geral, esse impulso nos mercados de capitais foi desencadeado pelo processo de expansão das empresas de novas tecnologias (telecomunicações, informática, biotecnologia, etc.), associadas ao intenso ciclo de novos investimentos produtivos, mas também pelo intenso processo de privatização de alguns serviços públicos.

Concomitante a esse processo, houve uma crescente internacionalização dos capitais, o que conseqüentemente, levou a uma maior padronização das operações

¹⁴ Efeito *Push*: refere-se aos determinantes externos, como a taxa de juros internacional; Efeito *Pull*: refere-se aos determinantes internos, como a queda da inflação e a desregulamentação financeira; e Efeito Contágio: consiste na ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos simultaneamente ou sequencialmente em diversos países.

financeiras no âmbito mundial, tornando mais fácil a interconexão entre os sistemas financeiros.

Na década de 90 ocorreu uma intensa diversificação no portfólio dos grandes investidores internacionais. No plano doméstico houve mudanças favoráveis no quadro macroeconômico e regulatório que impactaram positivamente o mercado de capitais brasileiro, no sentido de torná-lo mais atraente e mais acessível aos investidores estrangeiros. Consequentemente ocorreu uma entrada significativa de capital externo no país.

Até 1996, o investimento em portfólio foi o principal componente dos fluxos de capitais externos. Soihet (2002) coloca que a criação dos Anexos I, II e III, que permitiam ao investidor externo, a isenção de imposto de renda nos ganhos de capital e a criação do Anexo IX, que flexibilizou esse mercado ao permitir a aquisição de ações por parte de investidores individuais e investidores institucionais estrangeiros, tais como fundos de pensão, companhias de seguros, bancos comerciais e bancos de investimentos, foram medidas liberalizantes com relação à legislação de capitais que visavam o estímulo aos não-residentes a investirem no país.

No Brasil, a partir dos anos 90, o mercado acionário foi marcado por dois momentos: uma expansão e uma retração, sobretudo no mercado secundário. A abertura do mercado financeiro que propiciou a entrada do capital estrangeiro na bolsa, a estabilização da economia e o processo de privatizações de algumas empresas públicas importantes ampliaram o mercado secundário de ações. A média de capitalização de mercado¹⁵ sobre o Produto Interno Bruto (PIB) no período de 1993 a 1999 foi de 27%, superior ao padrão histórico (raramente ultrapassou 10% desde 1980). Mesmo assim, esse indicador mostrou estagnação no final dos anos 90. Em 2000, o índice era de 16% (Barros *et alli* 2002).

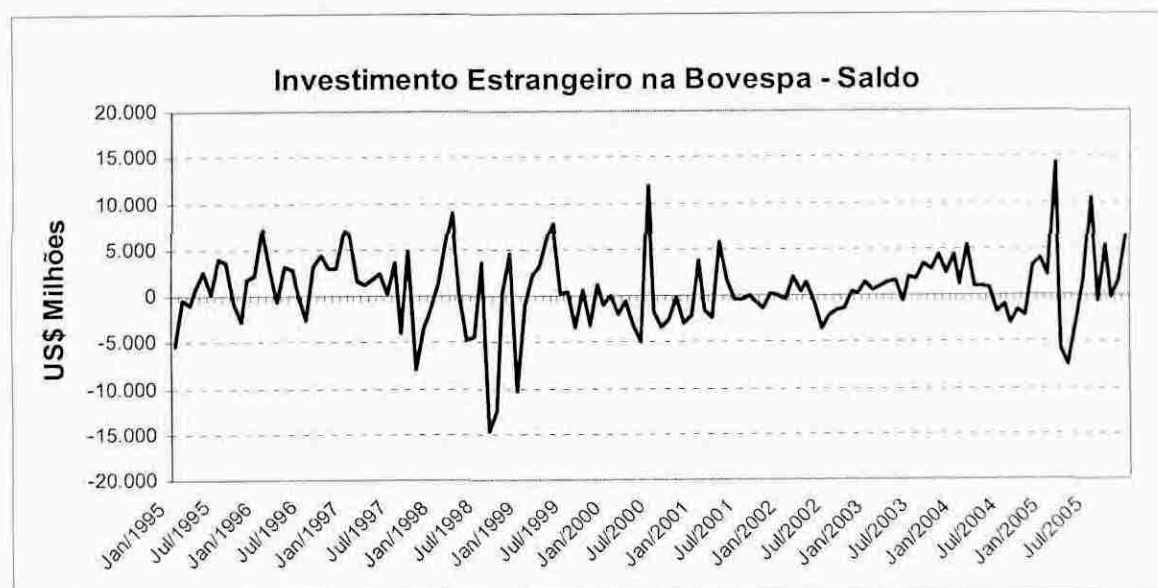
As crises externas que assolaram o Brasil nos anos 90 foram alguns dos motivos que prejudicaram o bom desempenho dos volumes negociados na Bovespa. Outros fatores como a concorrência com ativos de renda fixa de elevada remuneração e baixo risco (sobretudo, títulos da dívida pública) e as condições de estabilidade, baixa transparência e insuficiente proteção aos acionistas minoritários, que caracterizavam o mercado acionário

¹⁵ Capitalização de mercado: número de ações multiplicado pelo preço de mercado das ações (cotações). Os investidores examinam a capitalização de mercado em relação ao valor contábil das empresas a fim de determinar as perspectivas de valorização das ações, e, portanto, das companhias.

brasileiro, também contribuíram para inviabilizar um movimento de popularização do investimento em ações, como ocorreu nos EUA e em alguns países da Europa nos anos 90 (Barros *et alli* 2002).

Após as crises cambiais e financeiras ocorridas nos países asiáticos, na Rússia e a desvalorização da moeda brasileira, ocorreu uma redução dos volumes de capital direcionados aos países emergentes. É possível notar como essas crises influenciaram a participação do capital estrangeiro no mercado acionário, através do saldo de investimento estrangeiro na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. Conforme mostra a figura 04, nota-se a expressiva volatilidade de tal investimento. Em janeiro de 1996, o saldo dos investimentos estrangeiros na Bovespa representava aproximadamente US\$ 7 bilhões dos fluxos externos no país, já em outubro de 1997, o saldo era negativo em aproximadamente, US\$ 8 bilhões.

Figura 04: Evolução do Investimento Estrangeiro na Bovespa



Fonte: Bovespa

Tais crises foram seguidas por uma desaceleração da economia mundial em 2001, que aumentou a aversão ao risco dos investidores estrangeiros e reduziu consideravelmente os fluxos de capital externo para países emergentes como o Brasil. Esse comportamento é claramente evidenciado na figura 05, desde 2001 até o final de 2004. De qualquer forma, esses fatores contracionistas externos também podem estar associados a fatores internos

como a paralisação do processo de privatização, ao aumento relativo dos custos de transação (elevação da alíquota da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF) e expansão do programa de ADRs¹⁶ (Barros *et alli* 2002).

As crises financeiras, como a do Sudeste e Nordeste asiáticos no segundo semestre de 1997, aliadas ao processo deteriorante da economia brasileira (aumento da dívida pública, expectativas negativas em relação ao real, aumento do risco país, entre outros) implicaram na retirada de capital de portfólio da economia brasileira, demonstrando assim a grande volatilidade desse tipo de fluxo.

De acordo com Pinheiro e Amin (2005), a urgência em gerar divisas para financiar déficits em transações correntes, fazer frente ao pagamento de juros e amortizações da dívida com estrangeiros e, portanto, equilibrar as contas externas, reforça intensamente a relação de dependência de países emergentes em relação aos fluxos internacionais financeiros.

Em dezembro de 1994, a dívida mobiliária brasileira representava 17% do PIB. Em 2001, passou a corresponder a 51%. O governo brasileiro, segundo levantamento da agência de risco *Standard & Poors* em noventa e seis países, ocupou, em 2003, a quarta colocação entre os que mais gastaram com juros (8% do PIB sem incluir gastos com estatais) (Folha de São Paulo, 11 de fevereiro de 2004, *apud*, Pinheiro e Amin, 2005).

Todo esse histórico tende a impactar negativamente na percepção dos investidores sobre a capacidade de solvência do Brasil em relação aos compromissos da dívida soberana, o que eleva o risco-país e, conseqüentemente, a exigência, por parte dos investidores, de altas remunerações pagas sobre os títulos brasileiros. Isso se materializa, através de grandes *spreads* sobre os títulos do tesouro norte-americano, considerados livres de risco (*risk free assets*)¹⁷.

Segundo Veríssimo e Brito (2004), o argumento mais utilizado para a defesa das medidas de atração do capital de longo prazo, é o de que as mesmas são adotadas no sentido de reduzir a vulnerabilidade da economia frente à reversão dos fluxos de capitais e à ocorrência de crises financeiras, tendo como intuito limitar a entrada e/ou saída dos

¹⁶ ADR (American Depositary Receipt): Emissão de certificados, por bancos norte-americanos, representativos de ações de empresas sediadas fora dos Estados Unidos (Sandroni, 2005). A expansão do programa de ADRs ocasiona uma migração da liquidez das ações das maiores empresas brasileiras para mercados mais competitivos, sem que novas empresas ocupem a lacuna. Diante disso, a Bovespa perdeu atratividade e o volume negociado caiu (Bovespa, 2002).

¹⁷ Mais detalhes sobre a relação entre risco e investimento em portfólio, na seção 3.4.

capitais e modificar a sua composição, procurando incentivar a presença de capitais mais duradouros (IDE) em detrimento dos capitais voláteis de curto prazo (IPE).

Nos anos 90, a alternância nas condições de liquidez no mercado financeiro internacional gerou ciclos curtos de “crescimento com fragilização externa”. Os déficits em transações correntes, que sinalizavam o excesso de absorção doméstica, foram financiados pela entrada autônoma de capitais privados durante a primeira metade da década. Com as recorrentes crises financeiras, somente o IDE manteve-se como fonte estável de financiamento. Os investimentos em portfólio, a emissão de títulos de dívida e os créditos bancários tornaram-se, do ponto de vista dos fluxos líquidos, tendencialmente negativos (Prates e Cunha, 2004).

No ano de 1996, o IPE foi mais expressivo devido à implementação de diversas medidas liberalizantes com relação à legislação de capitais, que visavam o estímulo aos não-residentes a investirem no país e, à adoção de medidas políticas para atração do capital externo.

A tabela 02 mostra a evolução dos fluxos de investimentos na forma de IPE e o saldo de Investimento Estrangeiro na Bovespa (IBOV).

Tabela 02: Evolução dos Investimentos no Mercado de Capitais Brasileiro – US\$ Milhões

Data	Investimento em Portfólio (IPE)	Variação IPE	Saldo de Investimento Estrangeiro na Bovespa (IBOV)	Variação IBOV
1995	10.372,20		527,05	
1996	22.021,70	112,31	3.251,70	516,96
1997	10.907,90	-50,47	468,36	-85,60
1998	18.582,20	70,36	-2.168,68	-563,04
1999	3.542,40	-80,94	1.247,46	-157,52
2000	8.650,80	144,21	-1.137,87	-191,22
2001	872,1	-89,92	351,55	-130,90
2002	-4.797,40	-650,10	-408,44	-216,19
2003	5.128,80	-206,91	2.594,14	-735,13
2004	-3.995,60	-177,91	679,42	-73,81
2005	6.655,30	-266,57	2.503,86	268,53

Fonte: Banco Central do Brasil e Bovespa

Em 1996, o investimento em portfólio representava cerca de US\$ 22 bilhões dos fluxos de capital externo no Brasil e em 1997, teve uma queda brusca de 50,47%, passando para aproximadamente US\$ 10 bilhões. Mesmo com a redução substancial dos investimentos em portfólio brasileiro, o real não sofreu desvalorização, permanecendo

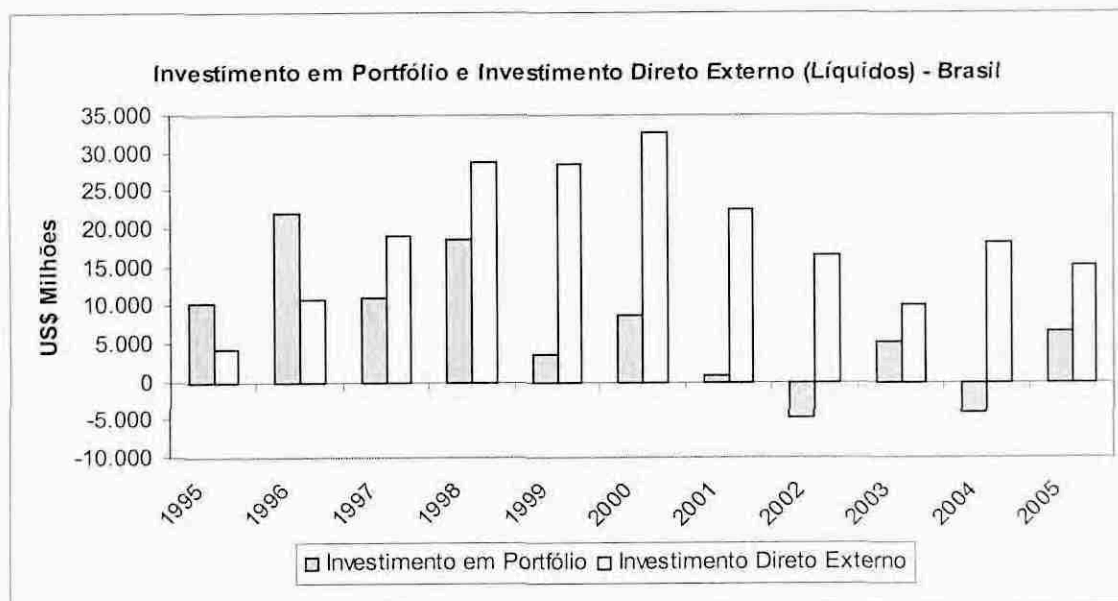
praticamente a mesma política cambial, embora o custo tenha sido uma brusca e intensa elevação da taxa de juros no último bimestre de 1997.

A contração de recursos estrangeiros a partir de 1998 pode ser agregada à relativa paralisia do processo de privatização e a baixa taxa de crescimento econômico, que não gerou aumento expressivo na demanda das empresas para financiar novos empreendimentos. Tudo isso gerou um retração no mercado e o fechamento do capital de inúmeras empresas.

Somente no mês de agosto de 1998, o saldo de investimentos estrangeiros na Bovespa estava negativo em aproximadamente, US\$15 bilhões. No ano, o saldo fechou em cerca de US\$2 bilhões negativos, conforme tabela 02.

Pinheiro e Amin (2005) colocam que, por outro lado, tem-se observado uma significativa elevação da participação de ativos de países emergentes na composição das carteiras de investidores institucionais, notadamente a partir da década de 90. Isto se deve, em parte, à queda acentuada nas taxas de retorno nas economias desenvolvidas. Para os autores, o mercado financeiro tem sido acometido por momentos de forte instabilidade, conduzindo, desde então, a diversos casos de substancial deterioração da posição financeira de diversos investidores sediados em nações desenvolvidas, inclusive com registros de *default*. A razão disto se deve às elevadas perdas registradas nos investimentos em portfólio, emitidos, principalmente, nestes países desenvolvidos. Então, de um lado, cresce cada vez mais a preocupação entre investidores, sobretudo de nações desenvolvidas, em buscar a diversificação global de suas carteiras, com o objetivo de obter uma melhor composição entre risco e retorno (lógica do equilíbrio internacional de portfólio). Do outro lado, países emergentes enfrentam a necessidade permanente de recorrer aos recursos externos. Dessa forma, aumenta gradativamente a relação de dependência recíproca, a qual tende a se fortalecer.

Figura 05: Investimento em Portfólio e Investimento Direto Externo no Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil

Diante do exposto, percebe-se que o investimento em portfólio gera uma grande massa de recursos para o país e mesmo apresentando saldos negativos em vários períodos, é visto pelas autoridades monetárias como bastante relevante para a expansão do mercado acionário e conseqüente aumento de divisas na economia. Dessa maneira, todas as decisões de política monetária principalmente, são ponderadas pela expectativa de atração de capital externo para o Brasil.

3.3 Variáveis Macroeconômicas e seus Efeitos sobre a Entrada de Capital Externo

3.3.1 O Papel dos Regimes Cambiais

Inicialmente, faz-se necessário ressaltar que a economia brasileira passou por vários episódios de ataques especulativos e crises cambiais a partir dos anos 90, mas esta é uma

questão bastante abrangente e necessitaria analisar os diversos fatores que levaram a esses acontecimentos. Como este não é o foco do trabalho, será feita uma breve explanação sobre a adoção de diferentes regimes cambiais no Brasil e o efeito sobre o influxo de capital externo.

Em 1994 foi implantado um novo plano de estabilização, o Plano Real. Com ele, houve uma mudança na política cambial: a livre flutuação prevaleceu até setembro de 1994. As elevadas taxas de juros e inflação atraíram grandes fluxos de capitais externos. A moeda nacional apreciou-se, o dólar que no dia 01 de julho de 1994 era cotado a R\$1,00, em 12 de setembro do mesmo ano valia apenas R\$0,85.

Em março de 1995, o Banco Central do Brasil anunciou outra mudança de política cambial e adotou o regime de bandas cambiais. O real sofreu seu primeiro ataque especulativo entre março e abril de 1995, quando foram criadas as bandas cambiais, permitindo que a taxa de câmbio fosse ajustada pelas autoridades monetárias dentro de limites estreitos.

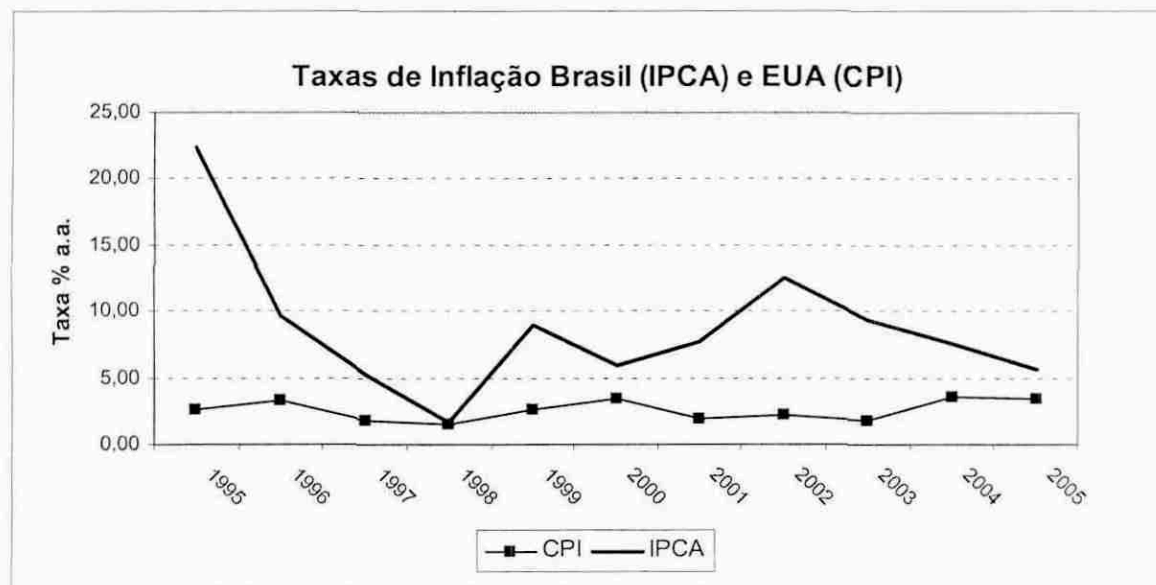
Segundo Araújo e Filho (2002), a informação de que os limites da banda mudariam ao longo do tempo, contudo, não foi bem recebida pelos participantes de mercado (apenas em 09.03.95 a defesa do modelo custou US\$ 6,0 bilhões em divisas). Como resposta, em 10.03.95 a banda foi fixada em $[0,83; 0,93]$ e se manteve até 22.06.95.

Araújo e Filho (2002) colocam que a política macroeconômica se propunha a administrar a trajetória da taxa de câmbio com o intuito de influenciar o estoque de reservas. Sendo que, principalmente nos momentos de crise, além da política monetária, a regulação foi uma ferramenta importante para enfrentar o problema da volatilidade dos fluxos. De forma simplista, os controles eram contra-cíclicos: em momentos de oferta de capitais externos, relativamente abundante, a política regulatória era restritiva, e vice-versa.

Porém, no segundo semestre de 1998, a política adotada em resposta à crise russa falhou e, mesmo após o recebimento de empréstimo superior a US\$41,0 bilhões, em operação coordenada pelo Fundo Monetário Internacional - FMI, não foi possível manter a política de câmbio administrado: em janeiro de 1999 o Brasil aderiu ao regime de câmbio flutuante (Araújo e Filho, 2002). Com isso, houve aumento expressivo da taxa de câmbio nominal.

O aumento do nível de preços domésticos e a estabilidade de preços no exterior (figura 06) determinaram o forte aumento na taxa de câmbio nominal.

Figura 06: Evolução das Taxas de Inflação do Brasil e dos Estados Unidos



Fonte: Federal Reserve e Banco Central do Brasil.

Esse conjunto de fatores decorrentes das medidas políticas adotadas no Plano Real causou o crescimento do déficit em transações correntes, tornando muito mais elevadas as necessidades de financiamento do setor externo. Isso tornou a economia brasileira mais dependente dos fluxos externos de capital e obrigou a manutenção das altas taxas de juros internas.

Segundo Prates & Cunha (2004), o marco no ano de 1999 foi a adoção do regime de câmbio flexível e em 2000, a ampliação do grau de abertura financeira da economia com eliminação praticamente total das restrições ainda existentes para os fluxos de capitais entre o Brasil e o exterior. Segundo os autores, contudo, a adoção do regime de câmbio flutuante, num ambiente de livre mobilidade de capitais, não aliviou a situação de vulnerabilidade externa do país. Em um contexto de globalização financeira, as flutuações da taxa de câmbio se revelaram altamente desestabilizadoras.

Em janeiro de 1999, o Brasil foi obrigado a desvalorizar o real, em 8% em relação ao dólar, apesar de ter recebido em 1998 um empréstimo de vários bilhões de dólares do FMI para defender a moeda. Na semana anterior à desvalorização, os preços das ações brasileiras caíram quase que à metade. Mas depois do anúncio, os índices do mercado de ações voltaram aos níveis anteriores à crise (Blanchard, 2001).

De acordo com Paineira e Carcanholo (2002), deve-se considerar também o fato de que os momentos de crise evidenciaram com maior nitidez a lógica do fluxo de capital

externo, uma vez que as variáveis determinantes deste fluxo são afetadas com intensidade nestes momentos. Durante os períodos de crise, em que a moeda nacional é desvalorizada tem-se, normalmente, uma elevação do diferencial das taxas de juros interna e externa, uma queda em dólar dos preços dos ativos domésticos e uma expectativa de, pelo menos, manutenção da taxa de câmbio vigente. Todos esses fatores fazem com que aumente o fluxo de capital externo para o país.

Apesar do crescimento do volume absoluto dos fluxos de capitais direcionados para os países emergentes nos anos 90, a sua participação nos fluxos globais ainda é marginal, o que os torna mais vulneráveis às mudanças nas expectativas dos investidores estrangeiros, uma vez que a venda das moedas e ativos financeiros emitidos por esses países tem efeitos igualmente marginais sobre a rentabilidade dos portfólios desses agentes (Prates & Cunha, 2004).

De forma simplista, houve três grandes mudanças no regime cambial brasileiro em cinco anos: em julho de 1994 adotou-se a livre flutuação, que em três meses passou a ser flutuação suja; em março de 1995 foi adotado o regime de banda móvel, que quatro dias depois passou a banda fixa e, três meses depois, voltou a banda móvel; e em janeiro de 1999, nova flutuação (Araújo e Filho, 2002).

3.3.2 O Efeito das Taxas de Juros

A sabedoria convencional diz que o aumento da taxa de juros doméstica, *ceteris paribus*, deve inundar a economia de capitais (livre mobilidade). Dessa forma, é importante ter clareza sobre o real efeito de um aumento ou redução da taxa de juros sobre os influxos de capital externo. Outra questão importante a ser levantada refere-se às conseqüências mais diretas da variação da taxa de juros no Brasil, já que, além dos reflexos no fluxo de capital externo, tem sido veiculado que um aumento da taxa de juros eleva a percepção de risco, o que por sua vez, também influencia nas decisões de investimento estrangeiro.

De fato, de acordo com Marques e Fochezatto (2004), a elevação ou manutenção sistemática da taxa de juros em altos níveis provoca uma piora na percepção de risco dos agentes sobre a moeda e demais ativos do país.

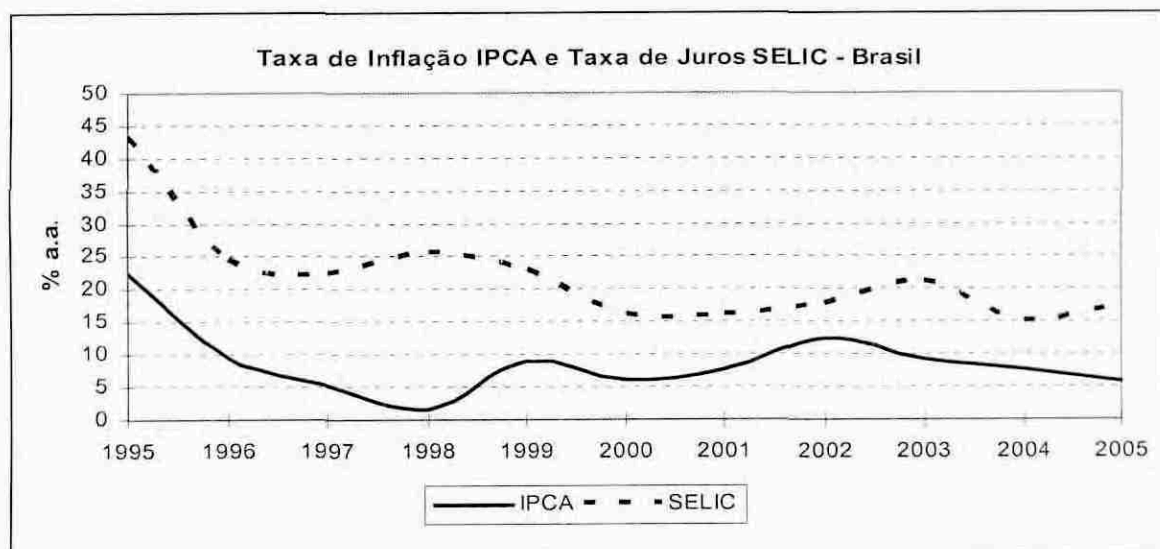
Embora a entrada de capital externo seja de extrema relevância para a economia nacional, não necessariamente, as taxas de juros se elevam somente com intuito de atrair esses recursos para o país. Em períodos de crises internacionais, por exemplo, as autoridades monetárias se preocupam em elevar as taxas de juros para impedir o esvaziamento das reservas internacionais.

É possível notar, conforme figura 07, que em períodos de altas taxas de inflação, os juros também se elevam, pois é uma maneira de controlar o nível de preços na economia.

De acordo com Blanchard (2001), no médio prazo, a expansão monetária não afeta a taxa de juros real, mas afeta tanto a inflação e a taxa de juros nominal na proporção de um para um¹⁸.

¹⁸ A conclusão de que no médio prazo a taxa de juros nominal aumenta proporcionalmente à inflação é conhecida como *efeito Fisher*, ou *hipótese de Fisher*, em homenagem a Irving Fisher, um economista da Universidade de Yale que foi o primeiro a expor esse resultado no início do século XX (Blanchard, 2001). A discussão empírica sobre a relação entre a taxa de inflação e a taxa de juros, chamada de *efeito Fisher*, tem bastante relevância para a economia monetária e na tomada de decisões de política econômica.

Figura 07: Evolução das Taxas de Inflação e de Juros do Brasil



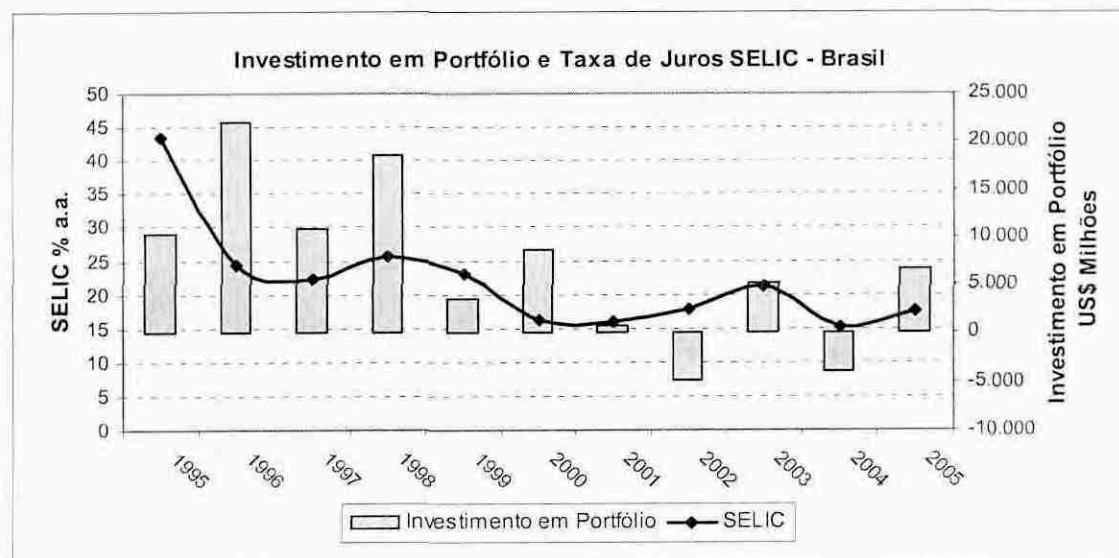
Fonte: Banco Central do Brasil

As altas taxas de juros praticadas no Brasil tende a atrair o investidor externo quando este não considera o risco de se investir em países menos desenvolvidos, pois o retorno de portfólio é atrativo ao apresentar taxas bem mais altas que em mercados mais desenvolvidos, conforme evidencia a figura 08, em uma comparação entre a taxa de juros brasileira SELIC e o investimento em portfólio brasileiro.

Pela análise da evolução da taxa de juros brasileira, nota-se que a mesma mostrou-se bastante sensível aos choques externos decorrentes da crise do sudeste asiático em 1997, e à crise russa em 1998. Após esta última crise, o real sofreu novo ataque especulativo que resultou em uma forte desvalorização da moeda nacional no início de 1999. A partir de então a taxa de câmbio passou a flutuar livremente e a taxa de juros deixou de ser utilizada para manter esta última estabilizada num patamar valorizado.

A partir de 1999 verifica-se uma retomada do crescimento dos fluxos de capital externo, embora não tão expressivo quanto nos anos anteriores, sendo que uma sucessão de choques externos desfavoráveis ao Brasil em 2001 e 2002, como a Crise Argentina, o ataque terrorista de 11 de setembro de 2001 nos EUA, a crise energética no país e o movimento eleitoral de 2002 no país, implicou em maior desconfiança dos investidores estrangeiros, causando uma redução dos investimentos no Brasil.

Figura 08: Evolução da Taxa de Juros e Investimento em Portfólio no Brasil



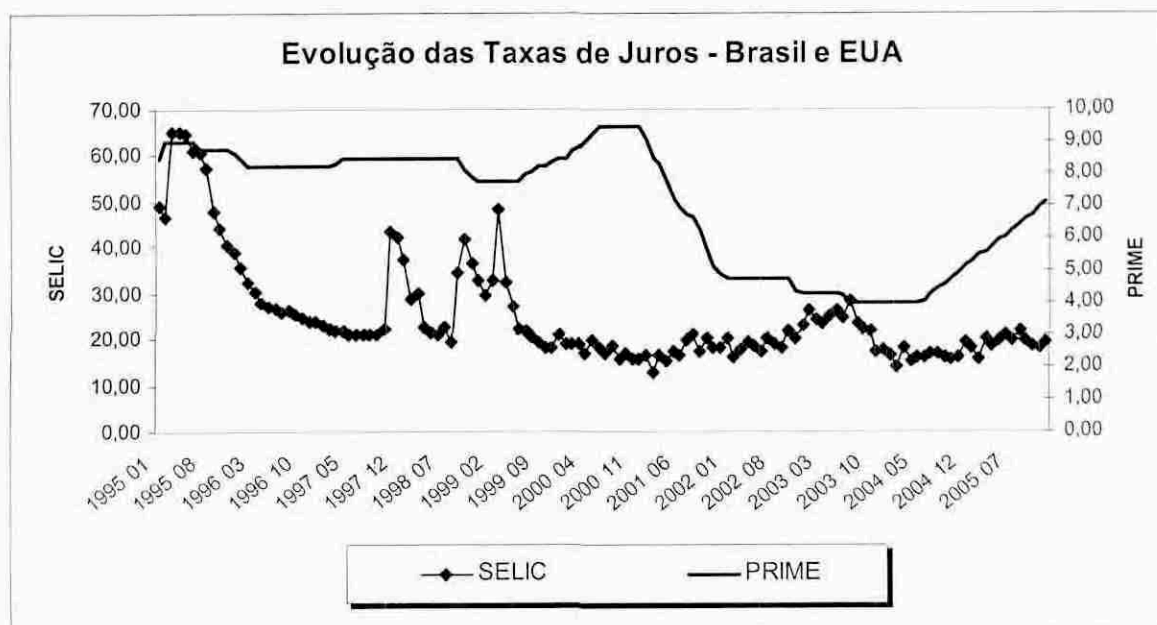
Fonte: Banco Central do Brasil

A política monetária a partir de 1995 teve o objetivo de obter condições para a retomada do crescimento econômico através de uma política de redução gradual da taxa de juros, porém sem ameaçar a estabilidade monetária (Bacen, 1996, *apud*, Dorneles, 2004). Em 1997, a política monetária procurou preservar a consistência macroeconômica do programa de estabilização frente às incertezas geradas no cenário internacional. A eclosão da crise do sudeste asiático no último trimestre de 1997 fez com que se elevasse a demanda por dólares (Bacen, 1997, *apud*, Dorneles, 2004), gerando mais incertezas quanto a sustentabilidade da política cambial vigente.

Os investidores estrangeiros perceberam um aumento do risco e isto gerou grande turbulência no mercado financeiro brasileiro, levando as autoridades monetárias a elevar fortemente a taxa de juros (Ipea, 1998, *apud*, Dorneles, 2004).

Sendo assim, a tendência observada na figura 09, da taxa de juros brasileira, foi de queda até o último trimestre de 1997, quando após, houve uma forte elevação.

Figura 09: Evolução da Taxas de Juros do Brasil e dos EUA – Janeiro de 1995 a Dezembro de 2005



Fonte: International Financial Statistics e Federal Reserve

Em 1998 adotou-se uma política de redução gradual da taxa de juros, política que se manteve até meados de setembro de 1998. Com o agravamento da crise russa (outubro de 1998), a taxa de juros brasileira foi fortemente elevada (Bacen, 1998, *apud*, Dorneles, 2004), subordinada a forte pressão externa decorrente da mudança ocorrida no mercado financeiro internacional. Após fechar um acordo com o FMI, em meados do mês de outubro, as taxas voltaram a reduzir-se até o final do ano (Ipea, 1999, *apud*, Dorneles, 2004).

Entre janeiro e abril de 1999, a taxa de juros sofreu forte elevação, com intuito de elevar o custo de oportunidade do mercado para tomar posições em moeda estrangeira, e ainda contribuir para redução da volatilidade da taxa de câmbio. Esta medida contribuiu para a reversão das expectativas a respeito da trajetória ascendente da taxa de inflação (Bacen, 1999, *apud*, Dorneles, 2004). Neste ambiente de instabilidade, entre setembro de 1998 e janeiro de 1999, se configurou os dois maiores sobre-saltos observados na taxa de juros brasileira após a crise do sudeste asiático em 1997, como pode ser visualizado na figura 09.

Após esse período de forte elevação da taxa de juros, os indicadores macroeconômicos passaram a ter um comportamento favorável, principalmente pelo fato da reversão do processo de depreciação cambial e a estabilidade de preços. Isto tudo facilitou o processo de redução drástica da taxa de juros. A partir de então, até meados do ano de 2001, a tendência foi de queda da taxa de juros, voltando a elevar-se apenas no segundo trimestre deste ano.

A economia brasileira estava bastante favorável no começo de 2001. Entretanto a partir de março, houve elevações graduais na taxa de juros, devido principalmente à alta volatilidade do mercado futuro de juros e de câmbio. Tornou-se desde então, de forma prioritária a adequação do crescimento da demanda agregada, a existência de choques transitórios de oferta, representados pelas restrições ao fornecimento de energia elétrica e da depreciação cambial. Dessa forma, estes fatores poderiam representar riscos de repasse ao nível de preços ao consumidor. Apesar das adversidades, tanto externas quanto internas, se manteve crível o regime de metas de inflação, com respaldo pela evolução favorável dos fundamentos econômicos do país (Bacen, 2001, *apud*, Dorneles, 2004).

Em outubro de 2001 houve aumento expressivo da taxa de juros brasileira em resposta a um cenário externo desfavorável desde março do mesmo ano.

Segundo (Bacen, 2002, *apud*, Dorneles, 2004), no ano eleitoral de 2002, a taxa de juros esteve condicionada ao cumprimento da meta para inflação. A trajetória ascendente do câmbio a partir de abril elevou a pressão de repasse aos preços internos, somado ainda a nova elevação dos preços do petróleo. A partir de então a política monetária tornou-se mais conservadora devido também às incertezas em relação às políticas econômicas que seriam adotadas futuramente após período pré-eleitoral e também pela maior aversão ao risco por parte dos investidores internacionais. Estes fatores induziram a uma excessiva volatilidade no mercado de câmbio e a escassez de oferta de recursos externos, influenciados principalmente por movimentos especulativos.

Em resposta às incertezas associadas a condução de política econômica do governo Lula a partir de 2003, o Banco Central elevou fortemente a taxa de juros no último trimestre do ano, tendência também percebida na figura 09.

No início de 2003, por consequência, os juros estavam mais elevados. Isto decorreu, em parte, do choque de oferta ocorrido em 2002, delineado pela redução do crédito externo com excessiva volatilidade no mercado cambial e o repasse aos preços internos, acabando por elevar as expectativas inflacionárias. Com intenção de manter o compromisso de regime de metas de inflação, o Banco Central acabou utilizando-se como

seu principal instrumento de política monetária a taxa de juros, de modo a reverter o processo inflacionário (Bacen, 2003, *apud*, Dorneles, 2004).

Conforme se verifica na figura 09, desde junho de 2003 a meados de 2004, a taxa de juros vem apresentando trajetória descendente. De acordo com (Ipea, 2003a, *apud*, Dorneles, 2004), devido à inflação que estava convergindo para as metas estabelecidas, e ainda facilitada pela inexistência de pressões significativas na taxa de câmbio e pela melhora no risco-país.

“A partir da adoção do” regime de câmbio flutuante e do regime de metas de inflação em 1999, a taxa de juros não passou a ser afetada diretamente pelos choques externos, e nos momentos de maior instabilidade e incerteza a taxa de câmbio mostrou-se mais sensível. A preocupação com o não cumprimento com o regime de metas de inflação, dado em parte pelo risco de repasse do câmbio aos preços, parece ter sido a princípio determinante para o comportamento da taxa de juros desde 1999. (Dorneles, 2004, p.51)

Em comparação à taxa de juros norte-americana, a taxa de juros brasileira evidenciou-se bem maior e, a princípio, não se mostrou muito sensível às variações na taxa de juros dos EUA. Ambas apresentaram tendência de queda semelhante ao longo do período em análise.

Com relação às políticas de juros adotadas, alguns autores como Marques e Fochezatto (2004), defendem que a redução da taxa de juros tende a melhorar o saldo comercial em vista da redução da variabilidade cambial e da depreciação (embora tênue) da taxa de câmbio. Este resultado, portanto, enfraquece o argumento de que uma redução da taxa de juros produziria efeitos inflacionários por causa da desvalorização cambial. Portanto, a redução do nível da taxa de juros, em vista da redução da variação da taxa de câmbio, aparece como uma forma alternativa de combater a inflação nas condições contemporâneas. Ainda, uma queda na taxa de juros, em vista de sua relação positiva com a taxa de inflação, tende a reduzi-la. Como assegura a literatura da inflação inercial, esta não pode ser combatida com juro alto, pois este é completamente ineficaz para essa finalidade. Enfim, os resultados sugerem que seria viável uma política de juros alternativa

para o Brasil. Com isso, a autoridade monetária poderia reduzir mais a taxa de juros, viabilizando um círculo virtuoso de crescimento e emprego, com estabilidade.

Além disso, a provável saída de capitais de curto prazo, em decorrência de alguma política que possa vir a reduzir os influxos de capital externo, não é, entretanto, necessariamente uma coisa ruim, pois se converte, após alguns curtos períodos em fluxos de renda para residentes (Paraskevopoulos *et alli*, 1996, *apud*, Marques e Fochezatto, 2004).

3.4 O Risco-País e a Avaliação do Risco na Decisão de Investimento em Portfólio

A idéia de risco está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda.

De acordo com as afirmações de Veríssimo e Brito (2004), partindo do princípio da análise de risco, os capitais só se dirigirão para ativos menos atrativos se a rentabilidade oferecida mais que compensar o risco envolvido. Sendo assim, os investidores comparam as opções disponíveis com a rentabilidade oferecida pelos títulos do Tesouro Americano (*Treasury Bonds*), que são considerados os títulos de maior estabilidade e de risco zero. Quanto mais volátil for considerado o risco de um título de um país qualquer, maior será a rentabilidade requerida acima da oferecida pelo T-Bond para que o investidor adquira tal título.

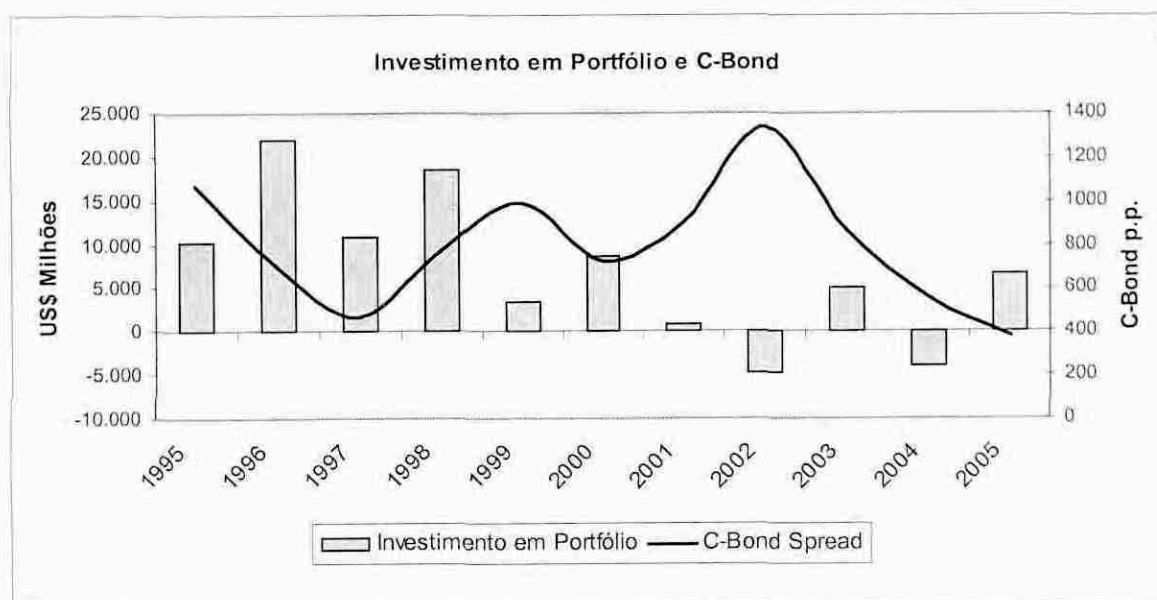
No Brasil, o risco-país é definido, basicamente, através da diferença entre a remuneração oferecida pelo C-Bond (*Capitalization Bond*), que é o título brasileiro mais negociado no exterior, e a remuneração oferecida pelo T-Bond. O risco Brasil serve como indicador para a compra de títulos públicos e privados brasileiros no exterior e para o influxo de capitais estrangeiros no país. Neste último caso, os investidores internacionais fazem aplicações diretas no país se a rentabilidade oferecida pelos títulos denominados em moeda nacional, descontado o câmbio esperado, for mais alta do que a oferecida pelo C-Bond, que não têm risco cambial (Veríssimo e Brito, 2004).

Toledo (2002) simplifica e enfatiza que o equivocadamente denominado risco-país não é uma taxa de risco, mas um *spread*. Ele é definido e calculado pela simples diferença

entre duas taxas de juros: a do país, e a dos títulos do governo americano (ambos na mesma moeda), usada como taxa-padrão.

De acordo com Toledo (2002) existem três falácias sobre a idéia que os analistas econômicos têm sobre risco Brasil: a primeira, de que ele é exclusivamente produzido pelo temor de um calote (explícito ou implícito) da dívida pública; a segunda, de que é uma variável fora do controle do governo, e que só pode ser reduzido por um comportamento “responsável”; e a terceira, de que seu nível elevado e seu aumento recente são devidos exclusivamente às incertezas eleitorais e, em particular, à ascensão nas pesquisas de Luis Inácio Lula da Silva.

Figura 10: Evolução do Investimento em Portfólio Brasileiro e Risco-País (C-Bond)



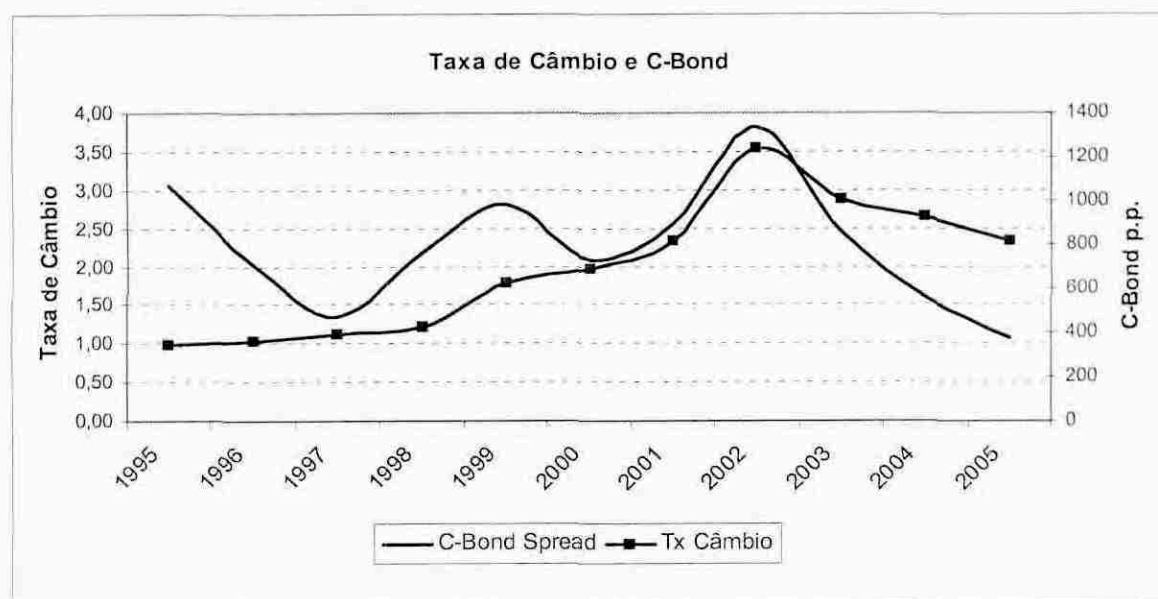
Fonte: Banco Central do Brasil e Bovespa

Toledo (2002) não concorda com a idéia de que os juros altos tende a atrair o capital externo. Para o autor, como a mensuração correta do risco de um país é praticamente impossível, devido a toda complexidade inerente ao mesmo, além da ausência de padrões históricos e taxas de juros estáveis, os investidores interpretam um aumento do *spread* pago pelo Brasil como um aumento do risco. Como uma coisa compensaria a outra, não há razão para os juros altos atraírem capitais.

Para o autor, juros mais altos em reais aumentariam os juros em dólares, ampliando o *spread* – o risco Brasil, não gerando entradas de capitais que tendessem a valorizar o câmbio. Por outro lado, o aumento do *spread* - Brasil é incorporado nas avaliações de empresas e investimentos no país, desvalorizando-os. Logo, tende a reduzir os fluxos de IDE, sinalizando e produzindo uma pressão de desvalorização cambial. Esta afirmação tem relevância ao observar-se o movimento da taxa de câmbio nominal e o risco-país, conforme figura 11, onde, o aumento do risco-país tende a impactar a taxa de câmbio, fazendo com que esta também aumente.

O prêmio de risco, tal como avaliado pelas agências internacionais de *rating*, como JP Morgan e Standard & Poor's entre outros, não justifica a vigência de elevadas taxas de juros no Brasil. De todos os países emergentes que aparecem no estudo com *ratings* piores que o do Brasil, nenhum pratica taxas de juros reais tão elevadas³⁴, exceto a Argentina, já em *default*¹⁹. Sendo assim, países que praticam taxas de juros baixas acabam sendo percebidos como tendo risco-país baixo, ainda que seus fundamentos sejam piores que de um outro país com taxas de juros elevadas (Bresser e Nakano, 2002, *apud*, Marques e Fochezatto, 2004).

Figura 11: Evolução da Taxa de Câmbio Brasileira e Risco-País (C-Bond)



Fonte: Banco Central do Brasil e IPEA

¹⁹ Default: Termo de origem francesa que significa a declaração de insolvência do devedor decretada pelos credores quando as dívidas não são pagas nos prazos estabelecidos.

Levando-se em consideração a relação risco e IPE no Brasil, torna-se relevante mencionar o modelo de precificação de ativos, amplamente divulgado por *capital asset pricing model* – CAPM, que é um modelo derivado da teoria do portfólio, mais efetivamente, uma resposta de como devem ser relacionados e mensurados os componentes básicos de uma avaliação de ativos: risco e retorno (Assaf Neto, 2001).

“O CAPM é bastante utilizado nas várias operações do mercado de capitais, participando do processo de avaliação de tomada de decisões em condições de risco. Por meio do modelo é possível também apurar-se a taxa de retorno requerida pelos investidores”. (Assaf Neto, 2001, p.293)

De acordo com Assaf Neto (2001), as hipóteses mais importantes para o desenvolvimento do modelo são:

- i. Assume-se uma grande eficiência informativa do mercado, atingindo igualmente a todos os investidores;
- ii. Não há impostos, taxas ou quaisquer outras restrições para os investimentos no mercado;
- iii. Todos os investidores apresentam a mesma percepção com relação ao desempenho dos ativos, formando carteiras eficientes a partir de idênticas expectativas;
- iv. Existe uma taxa de juros de mercado definida como livre de risco.

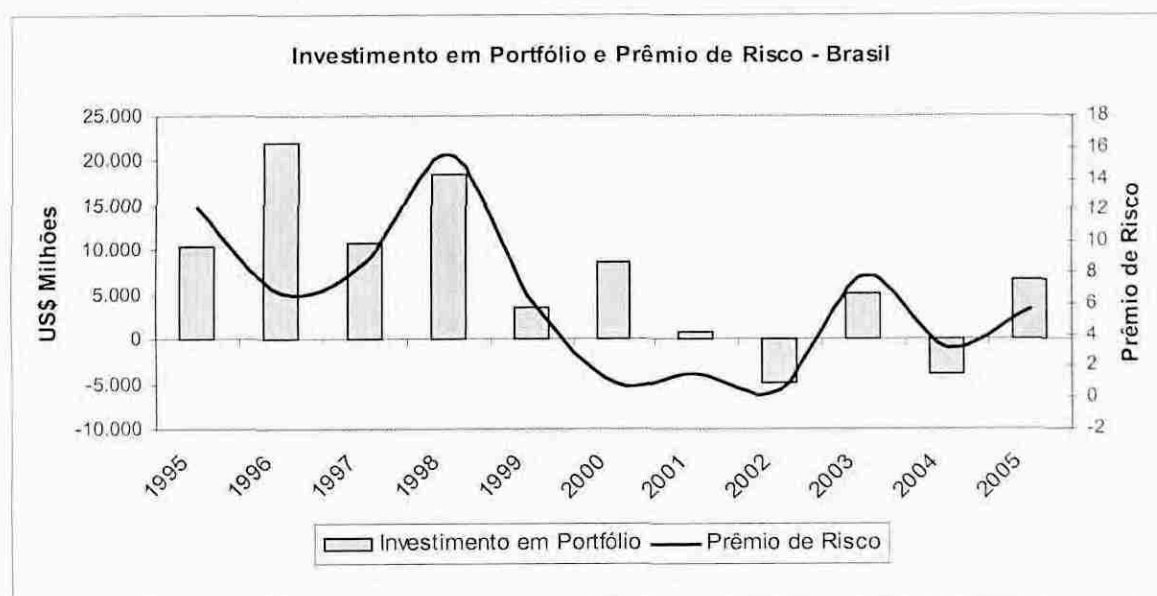
O autor ressalta que mesmo não correspondendo a realidade do mercado, as hipóteses formuladas não são suficientemente rígidas de maneira a invalidar o modelo. É preciso desenvolvê-lo melhor, porém o que já foi desenvolvido trouxe importante contribuição para explicar o funcionamento das decisões financeiras no mundo real.

O modelo CAPM postula que quanto maior o risco do investimento, maior será o retorno esperado. Ou seja, quanto maior o risco, maiores serão os volumes de investimento ao se esperar um retorno mais vantajoso.

Esta afirmação pode ser confirmada ao analisar a figura 12, onde, em períodos que o prêmio de risco está elevado, os investimentos em portfólio também aumentam, indicando que o comportamento dos investidores é favorável ao risco, dado o possível retorno elevado que os mesmos esperam.

De modo similar a Paridade Real de Juros, ao invés da variação cambial, adota-se a medida de variação da inflação para o cálculo do prêmio de risco, devido ao fato da inflação ser mais estável e, portanto, mais previsível que a variação cambial do período. O prêmio de risco foi dado pelo diferencial de juros SELIC (Brasil) e Prime (EUA), descontando a taxa de inflação brasileira²⁰.

Figura 12: Evolução do Investimento em Portfólio Brasileiro e Prêmio de Risco



Fonte: Banco Central do Brasil

Em outubro de 2001, tanto o Risco-país (C-Bond), como a taxa de câmbio e a taxa de juros, alcançaram seus maiores patamares no ano. A política monetária mais apertada

²⁰ Prêmio de Risco = Taxa de Juros Brasil – Taxa de Juros EUA – Taxa de Inflação Brasil

neste último trimestre do ano, foi resultado de um cenário externo desfavorável já desde meados de março. Porém, o quadro deteriorou-se por conta dos ataques terroristas de 11 de setembro e ainda pelo efeito da crise política e financeira da Argentina. Estes fatores levaram a um forte movimento de depreciação cambial em setembro e outubro principalmente, elevando o risco de repasse do câmbio para os preços, o que acabou por ser determinante para a atuação do Banco Central no período.

Ao final de 2002, as incertezas associadas a condução de política econômica a partir do próximo governo acabaram por afetar o Risco-país e a trajetória da taxa de câmbio, com a elevação da volatilidade no mercado financeiro.

Em um país como o Brasil, uma das questões que se coloca no ponto de vista da regulamentação, é o problema do risco-país, a partir de uma restrição cambial-estrutural do balanço de pagamentos. Enquanto houver essa restrição externa, o risco da desvalorização da moeda permanece e, portanto, aumenta o potencial de fuga de capitais para países que têm a moeda mais forte. Esse risco tenderia a sumir apenas com a superação do desequilíbrio externo. Ou seja, à medida que os mercados financeiros se integram de forma significativa. Mesmo assim, ainda resta o risco cambial, devido a vulnerabilidade externa brasileira e o desafio da regulação é redobrado, a fim de impedir que esta integração não torne o mercado financeiro doméstico mais instável causando turbulências no mercado cambial (Barros *et alli*, 2002).

CAPÍTULO 4

4.1 Conclusão

Este trabalho procurou contribuir para um melhor entendimento sobre o processo de liberalização dos mercados financeiros globais e seus impactos sobre o mercado brasileiro, dado o expressivo dinamismo da economia internacional contemporânea, o crescimento das transações financeiras e intenso processo de interdependência entre os mercados. Dessa forma, buscou-se demonstrar a importância de se compreender os fatores determinantes para atração do capital externo no Brasil, principalmente, relacionados às políticas de juros.

Para tanto, se fez necessário analisar as mais importantes transformações estruturais ocorridas no Sistema Financeiro Internacional nas últimas décadas. As modificações do ambiente competitivo e concomitante desenvolvimento do Sistema Financeiro Internacional fizeram com que fossem implementadas medidas de regulação e supervisão bancária, que visavam a segurança e a solidez do sistema financeiro nacional. Esta preocupação deveu-se, em parte, à crescente importância que se dá aos influxos de capital externo, seja na forma de investimento direto externo ou investimento de portfólio externo (IPE), sendo o último, o foco deste trabalho.

De acordo com a revisão teórica, constatou-se que o Sistema Financeiro Internacional vem passando por diversas mudanças estruturais desde o início do século XX. O desenvolvimento de novas tecnologias e novos instrumentos que dinamizam o comércio global se torna relevante nesse processo, aumentando significativamente a velocidade com que circulam os capitais entre os diversos países. Observa-se que a interdependência entre os mercados fez com que se assumisse uma nova ordem financeira internacional a partir dos anos 90, que é a de implementação de novas políticas que aprofundem o processo de desregulamentação dos mercados financeiros, além da

integração entre as economias de todo o globo, mediante regras de supervisão financeira e administração de riscos.

O processo de liberalização do mercado financeiro brasileiro ganhou força a partir dos anos 90 com a liberalização da conta capital e, posteriormente, com a política de estabilização do Plano Real. O governo brasileiro passou a eliminar barreiras de controle ao capital externo²¹, principalmente relativo à saída de capitais na forma de remessa de lucros, objetivando atrair mais especificamente o investimento direto externo. Entretanto, pode-se afirmar que esta política gerou alguns efeitos adversos na economia doméstica, dentre eles, a política de estabilização baseada em elevadas taxas de juros.

O exame da relação entre o IPE e medidas de prêmio de risco indicam que um aumento deste prêmio está associado com o aumento do ingresso de IPE. Tanto o risco dado pelo spread do C-bond quanto, especialmente, o prêmio de risco medido pela paridade descoberta de juros – estimado neste estudo – mostram que a redução deste prêmio no período mais recente (2000 em diante) está associado com a redução do ingresso de IPE. Isto é, uma redução da diferença entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional deduzida da expectativa de inflação interna tem um efeito adverso sobre a atração de IPE.

Em termos da evidência empírica deste estudo, pode-se afirmar que o prêmio de risco calculado a partir do diferencial de taxa de juros entre o Brasil e os EUA foi fator fundamental para a atração dos capitais externos para o Brasil, em especial do investimento de portfólio externo. Entretanto, não somente as elevadas taxas de juros aplicadas no Brasil foram responsáveis pela atração desses capitais, principalmente no início dos anos 90. As medidas liberalizantes com relação à legislação de capitais foram decisivas, além disso, o processo recessivo de economias desenvolvidas fez com que o investidor estrangeiro direcionasse seu capital para economias emergentes e o Brasil beneficiou-se desse fato.

Além desses fatores, a avaliação do risco-país também é considerada para a investigação dos movimentos dos capitais externos, já que investidores estrangeiros ponderam as taxas de retorno pelo risco da operação.

De acordo com as constatações empíricas, mesmo o investimento em portfólio apresentando saldos negativos em alguns períodos, gera uma grande massa de recursos

²¹ Não se encontrou evidências claras no material bibliográfico consultado, sobre que barreiras especificamente seriam estas, além das que foram citadas no trabalho, que prejudicariam a entrada de capital externo no Brasil.

para o país e é visto pelas autoridades monetárias como bastante relevante para a expansão do mercado acionário e conseqüente aumento de divisas na economia. Sendo assim, todas as decisões políticas, principalmente de juros, parecem ser ponderadas pela expectativa de atração de capital externo para o Brasil.

Diante do exposto, o trabalho desenvolvido oferece uma gama de assuntos que podem ser mais explorados, inclusive, com testes econométricos que mensurem a relação entre as variáveis estudadas. Contudo, em novos estudos que venham postular os determinantes para atração de capital externo, me parece muito interessante relacionar fluxos de capital externo com indicadores de vulnerabilidade externa, já que estes sinalizam o comportamento futuro de algumas variáveis macroeconômicas no futuro e influenciam as expectativas dos investidores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALONSO, José Antônio Fialho. *Como Fazer projetos de Pesquisa*. IN: BÊRNI, Duílio de Ávila (coordenador). *Técnicas de pesquisa em economia*. São Paulo: Saraiva, 1998.

ARAÚJO, Carlos Hamilton V., FILHO, Getúlio B. da Silveira. *Mudanças de Regime no Câmbio Brasileiro*, Brasília, Texto para Discussão Nº 41, Banco Central do Brasil, 2002. Disponível em: <www.bacen.gov.br> Acesso em 22 de maio de 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Ed. Atlas, 2001.

BARROS, José Roberto Mendonça de *et alli*. *Negociações Internacionais em Serviços Financeiros*. São Paulo: BOVESPA, 2002. (Estudos para Desenvolvimento do Mercado de Capitais).

BAUMAN, Renato, *et alli*. *O Brasil e a Economia Global*. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia: Teoria e Política Econômica*. Rio de Janeiro, Campus, 2001.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Macroeconomia no Brasil Pós-1994*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, Departamento de Economia, Texto para Discussão no. 131, setembro de 2003. Trabalho publicado em *Análise Econômica*, 21 (40) setembro de 2003: 07-38. Disponível em: <www.bresserpereira.org.br> Acesso em 31 de julho de 2006.

CARNEIRO, Fábio Fabio Lacerda, *et alli*. *O Novo Acordo da Basiléia – Um Estudo de Caso para o Contexto Brasileiro*. Disponível em: <www.bcb.gov.br> Acesso em 14 jun. de 2006.

CARVALHO, Fernando Cardim de, *et alli*. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Prática*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CAVES, Richard E; FRANKEL, Jeffrey; JONES, Ronald W. *Economia Internacional: Comércio e transações globais*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2001.

CINTRA, Marcos. A. M. *A dinâmica financeira internacional e a tendência à dolarização das economias latino americanas*. Revista Análise Econômica, n. 34, Ano: 18, 2000. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/fce/rae/>> Acesso em 21 de julho de 2006.

DORNELLES, Lisandro Dias. *Uma Avaliação da Integração Financeira a Partir da Paridade Descoberta de Juros*. Florianópolis, UFSC, Monografia de conclusão do curso de Ciências Econômicas, 2004.

FURTADO, Ana Lílian de M.. *Acordo da Basiléia: Um Estudo Sobre as Suas Influências e Implementação no Sistema Financeiro Brasileiro*. Florianópolis, UFSC, Monografia de conclusão do curso de Ciências Econômicas, 2005.

HARTUNG, Douglas S. *Negócios Internacionais*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

HOLLAND, M. ; CANUTO, O. . *Flutuação cambial e metas inflacionárias em economias emergentes*. Revista Análise Econômica, n. 37, Ano: 20, 2002. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/fce/rae/>> Acesso em 04 de agosto de 2006.

KEYNES, John Maynard. *Teoria Geral do Emprego, juro e do Dinheiro*. São Paulo: Ed. Abril, coleção “Os Economistas”, 1983.

KRUGMAN, Paul R. e OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional: Teoria e Política*. Quinta edição. São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Ltda, 2001.

LOPES, Alexsandro Broedel. *Finanças Internacionais: uma introdução*. São Paulo: Atlas, 2003.

MARQUES, André M., FOCHEZATTO, Adelar. *Integração Financeira e Autonomia de Política Monetária: Investigando Relações de Causalidade para a Economia Brasileira em Época Recente*. In Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia – Anpec, João Pessoa, 2004. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004>> Acesso em 13 de abril de 2006.

MEURER, Roberto e SAMOHYL, Robert Wayne. *Conjuntura Econômica: entendendo a economia no dia-a-dia*. Campo Grande, MS: Editora Oeste, 2001.

MIRANDA, Mauro C.. *Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil*, Brasília, Texto para Discussão Nº 32, Banco Central do Brasil, 2001. Disponível em: <www.bacen.gov.br> Acesso em 22 de maio de 2006.

MISHKIN, Frederic S.. *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro, RJ: LTC – Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 2000.

PAINCEIRA, Juan P. e CARCANHOLO, Marcelo D.. *Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90*. In Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política, Curitiba, 28 a 31 de maio de 2002, Curitiba.

PINHEIRO, Alessandro M., AMIN, Mário M. *Fluxos de Capitais e Componentes Macroeconômicos: análise de inter-relações através da aplicação de um modelo de vetores auto-regressivos (VAR)*. In Anais do XXXIII Encontro Nacional de Economia – Anpec, Natal, 2005. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2005>> Acesso em 13 de abril de 2006.

PRATES, Daniela M.; CUNHA, André M.. *Ajuste nas Contas Externas do Brasil: é o fim da vulnerabilidade?* In: Anais do IX Encontro Nacional de Economia Política. Uberlândia, MG, 2004. Disponível em: <[http://www.ie.ufu.br/ix_enep_mesas/Mesa 20 - Economia Brasileira Contemporanea II/O Ajuste das Contas Externas_Prates%26Cunha 2004.pdf](http://www.ie.ufu.br/ix_enep_mesas/Mesa%20-%20Economia%20Brasileira%20Contemporanea%20II/O%20Ajuste%20das%20Contas%20Externas_Prates%26Cunha%202004.pdf)> Acesso em 12 de março de 2006.

ROBERTS, Richard. *Por dentro das finanças internacionais: guia prático dos mercados e instituições financeiras*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 2000.

ROCHA, Fernando Alberto Sampaio. *Evolução da Concentração Bancária no Brasil (1994-2000)*. Disponível em: <www.bcb.gov.br> Acesso em 14 jun. de 2006.

SACHSIDA, Adolfo *et alli*. *Diferencial de juros e taxa de câmbio no Brasil*. Brasília, Texto para Discussão Nº 662, IPEA, 1999. Disponível em: <www.ipea.gov.br> Acesso em 27 de dezembro de 2005.

SANDRONI, Paulo. *Dicionário de Economia do Século XXI*. Rio de Janeiro: Record, 2005.

SCHUMPETER, Joseph. *Teoria do Desenvolvimento Econômico*. São Paulo: Ed. Abril, coleção “Os Economistas”, 1982.

SEABRA, Fernando. *Integração Financeira e Convergência entre as Taxas de Juros dos Países do Mercosul*. IN: Textos de Economia. Florianópolis, UFSC, vol 7, Nº 1, 2002. p. 137-168.

SOIHET, Elena. *Índice de Controle de Capitais: Uma análise da legislação e dos determinantes do fluxo de capital no Brasil no período 90-2000*. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2002.

SOROS, George. *A Crise do Capitalismo*. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

STUDART, Rogério; HERMANN, Jennifer. *Estrutura e Operação dos Sistemas Financeiros no Mercosul: Perspectivas a Partir das Reformas Institucionais dos anos 90*. Brasília, Texto para Discussão N° 799, IPEA, 2001. Disponível em: <www.ipea.gov.br> Acesso em 27 de dezembro de 2005.

TOLEDO, Joaquim Elói C. de. *Risco-Brasil: O Efeito-Lula e os Efeitos-Banco Central*. Revista de Economia Política, Vol. 22, N° 3, 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-9.pdf>> Acesso em 16 de julho de 2006.

VERÍSSIMO, Michele P., BRITO, Márcio H.. *Liberalização da Conta de Capital e Fluxos de Portfólio para o Brasil no Período Recente*. In Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia – Anpec, João Pessoa, 2004. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004>> Acesso em 13 de abril de 2006.